Dr. M. J. L. Jonkhart

Vermogensstructuur, dividend en overheid*

1. Inleiding

Titels kunnen uiteenlopende associaties oproepen. Bij mij riep de titel 'Dividendpolitiek en vermogensstructuur in de jaren tachtig', die de redactie mij voorhield, associaties op met maatregelen ter voorkoming van de dubbele fiscale heffing op dividenden, fiscale maatregelen ter stimulering van het aandelenbezit, de fiscale vermogensaftrek, de garantieregeling voor particuliere participatiemaatschappijen (ppm-en) en de Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP). Het is opvallend te constateren hoezeer de overheid, in een tijd dat deregulering hoog in het vaandel van het kabinetsbeleid staat geschreven, zich actief bezighoudt met het stimuleren van de toevoer van 'risicokapitaal' naar het bedrijfsleven. Stellig kende de overheid ook in de jaren zeventig diverse programma's op dit gebied - te denken valt bijv. aan de verlening van achtergestelde kredieten via de Nationale Investerings Bank (NIB) - maar in de jaren tachtig is hier toch wel in betrekkelijk korte tijd een zeer opmerkelijke uitbreiding en verdieping aan gegeven.
Centraal staat de stelselmatige verslechtering van vermogensstructuren, waarmee het bedrijfsleven tot voor kort zeer langdurig geconfronteerd is. Analytisch doet zich daarbij een aantal vragen voor. Wanneer is er sprake van een 'slechte' vermogensstructuur die 'verbetering' behoeft? Is het ten principale wel mogelijk om door een gericht overheidsbeleid vermogensstructuren te verbeteren? Langs welke weg loopt dan precies het reactiemechanisme dat tot die beoogde verbetering leidt?
Het doel van het onderhavige opstel is het hiervoor geschetste overheidsbeleid en de daarbij gehanteerde (resp. desgewenst te hanteren[1]) instrumenten te plaatsen tegen de achtergrond van de moderne theorievorming rond het vraagstuk van de vermogensstructuur en dat van de dividendpolitiek. In paragraaf 2 wordt allereerst het kader geschetst dat door deze theorie wordt aangegeven. In paragraaf 3 wordt vervolgens ingegaan op de vraag wat precies een 'slechte' vermogensstructuur in die context inhoudt en de vraag hoe de overheid bestaande vermogensstructuren kan trachten te verbeteren. Daarna wordt in paragraaf 4 nader aandacht besteed aan de bijzondere rol die het dividend in het kader van de onderhavige problematiek speelt. Paragraaf 5 bevat tenslotte een korte samenvatting van de voornaamste conclusies.

* *Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel. Gaarne dank ik drs. R. Th. Harmsen voor zijn nuttige commentaar op een eerdere versie. De inhoud blijft uiteraard geheel voor mijn verantwoording.*

2. Het analytisch kader

Het is vanuit de theorie van de ondernemingsfinanciering genoegzaam bekend dat beslissingen m.b.t. de vermogensstructuur van de onderneming en m.b.t. het door de onderneming te voeren dividendbeleid in essentie irrelevant zijn[2]; slechts als gevolg van specifieke omgevingsfactoren ('imperfecties in de vermogensmarkt') krijgen zuiver financiële beslissingen betekenis. Tot die omgevingsfactoren behoren de ongelijke fiscale behandeling van rente en dividend, de progressie in de inkomstenbelasting bij een deel van de beleggers, de belastingvrijdom bij andere beleggers, transactiekosten, faillissementskosten, 'agency' kosten[3], marktondoorzichtigheden en daarmede samenhangende informatieverschillen tussen marktpartijen enz.

Met het oog op het hierna volgende is het goed wat langer stil te staan bij de implicaties van de irrelevantie van financiële beslissingen. Economisch gezien betekent deze irrelevantie dat in een 'perfecte' vermogensmarkt[4] door rationeel handelende marktpartijen slechts wordt gekeken naar opbrengstenstromen in de reële sfeer. De vermogensstructuur is in die wereld niets anders dan de wijze waarop die inkomensstromen onder verschillende groepen beleggers worden verdeeld. Daarbij geldt dat wat de een (als verschaffer van het vreemde vermogen) meer krijgt, de ander (als aandeelhouder) minder krijgt en andersom, zonder dat het totale bedrag dat voor de gezamenlijke vermogensverschaffers beschikbaar is, verandering ondergaat. En zolang dat totaal geen wijziging ondergaat, is er uiteraard geen reden om aan te nemen waarom de waarde van de onderneming voor de gezamenlijke vermogensverschaffers dat wel zou doen.

Duidelijk wordt nu de rol van de met 'marktimperfecties' aangeduide specifieke omgevingsfactoren. Zodra er naast de verschaffers van het eigen vermogen en die van het vreemde vermogen een 'derde' in het spel komt, die een claim heeft op een deel van de inkomensstroom van de onderneming en zodra de omvang van die claim wordt beïnvloed door de wijze waarop de onderneming wordt gefinancierd, is van irrelevantie van de vermogensstructuur voor de gezamenlijke vermogensverschaffers niet langer sprake. Een evident voorbeeld van zo'n derde is de fiscus. In een theoretische wereld waarin de fiscaliteit de enige 'marktimperfectie' vormt, zal de waarde van de onderneming voor de verschaffers van het eigen vermogen, die van het vreemde vermogen en de fiscus tezamen uiteraard weer onafhankelijk zijn van de wijze van financiering van de onderneming: wat ook de vermogensstructuur zij, de totale opbrengstenstroom die door de onderneming wordt gegenereerd, verandert er niet door. Wat er echter wel door verandert, is het deel van dat inkomen dat de gezamenlijke vermogensverschaffers ontvangen. A.g.v. de fiscale aftrekbaarheid van de rente op het niveau van de onderneming, ontvangt de fiscus minder en ontvangen de gezamenlijke vermogensverschaffers dientengevolge meer naar mate er meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd.[5]

Wat voor de fiscaliteit geldt, geldt evenzeer voor talloze andere factoren. Te denken valt aan de 'ontvangers' van de kosten bij een eventueel faillissement, aan de 'ontvangers' van transactie- en 'agency'-kosten en zelfs aan bijv. de potentiële 'ontvangers' in het geval van een eventueel in de toekomst

door de onderneming te verliezen gerechtelijke procedure wegens produktaansprakelijkheid.[6] Al deze categorieën hebben een, veelal onzekere, claim op de inkomensstroom van de onderneming, waarvan de hoogte en/of de mate van onzekerheid en dus de waarde afhankelijk is van de opbouw van het vermogen, al was het maar omdat de opbouw van het vermogen (mede)bepalend is voor de kans op een faillissement. Voor al deze categorieën tezamen, inclusief de fiscus en inclusief de vermogensverschaffers, zal weer gelden dat de gezamenlijke inkomensstroom en dus de waarde van de gezamenlijke claim op het reële inkomen van de onderneming, niet wijzigt zolang dat reële inkomen van de onderneming zelf niet wijzigt. Omdat de vermogensstructuur echter wel van invloed is op de onderlinge verdeling van die inkomensstroom, kan door de keuze van de vermogensstructuur de waarde van de onderneming voor de gezamenlijke vermogensverschaffers worden beïnvloed.
De keuze van de vermogensstructuur wordt dan in essentie bepaald door een afweging van de marginale voordelen voor de gezamenlijke vermogensverschaffers van het substitueren van eigen door vreemd vermogen tegen de marginale nadelen. Dit vloeit voort uit het feit dat niet alle overige claims op het inkomen van de onderneming op eenzelfde wijze en in eenzelfde richting door een gegeven wijziging in de vermogensstructuur worden beïnvloed. In het meest eenvoudige model vindt daarbij een afweging plaats van de marginale fiscale voordelen van het financieren met vreemd vermogen tegen de marginale nadelen als gevolg van een daardoor toenemende kans op faillissement. Geformaliseerd kan deze benadering als volgt worden weergegeven. De waarde van de onderneming voor de gezamenlijke vermogensverschaffers V is te schrijven als

$$V = V_u + CW[bel] - CW[kn] \qquad (1)$$

d.w.z. als de waarde van de onderneming indien in het geheel geen gebruik van vreemd vermogen zou zijn gemaakt (V_u), plus de contante waarde van de belastingbesparing die optreedt a.g.v. het financieren met vreemd vermogen (CW[bel]), minus de contante waarde van de directe en indirecte kosten in het geval de onderneming niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen (CW[kn]). Het optimum voor de gezamenlijke vermogensverschaffers wordt bereikt indien de waarde van V maximaal is. Daartoe is vereist dat de eerste afgeleide van de uitdrukking (1) naar de mate waarin met vreemd vermogen wordt gefinancierd (Y) gelijk is aan nul. Aangezien V_u een constante is, is de eerste afgeleide van (1) gelijk aan nul indien:

$$\frac{\partial\ CW[bel]}{\partial Y} = \frac{\partial\ CW[kn]}{\partial Y} \qquad (2)$$

d.w.z. indien de marginale fiscale voordelen gelijk zijn aan de marginale nadelen a.g.v. de toenemende kans op een (economisch) faillissement.[7]
Uiteraard is het voorgaande model een zeer sterk vereenvoudigde weergave van de werkelijkheid. In meer gecompliceerde modellen gaan naast de

genoemde factoren ook zaken als transactiekosten, de eerder aangehaalde 'agency'kosten, de kosten van informatie, de belastingen die bij de belegger worden geheven e.d. een rol spelen. Dit neemt echter niet weg dat het grondpatroon door dergelijke uitbreidingen niet wezenlijk wordt aangetast; het voorgaande verandert slechts in zoverre dat de tweede term van het rechter lid van vergelijking (1) gelezen moet worden als de contante waarde van de voordelen van het financieren met vreemd vermogen en de derde term als de constante waarde van de nadelen daarvan (i.e. de voordelen van het financieren met eigen vermogen).[8]

3. Het verbeteren van de vermogensstructuur

Essentieel in de hiervoor geschetste gedachtengang is een verondersteld optimaliserend gedrag op het niveau van de onderneming. In die gedachtengang zijn er (in evenwicht) geen 'goede' of 'slechte' vermogensstructuren, alleen optimale. Uiteraard zet deze constatering het streven van de overheid om vermogensstructuren in het bedrijfsleven te verbeteren op het eerste gezicht in een pikant daglicht. Doordat echter sprake is van een afweging op het niveau van de onderneming, zal die afweging per definitie slechts die factoren betreffen, die ook op micro-niveau daadwerkelijk door de onderneming zijn te beïnvloeden. Factoren die op macro-niveau een rol spelen en ten aanzien waarvan voor de individuele onderneming geen prijs geldt, of althans geen van de vermogensstructuur afhankelijke prijs, blijven derhalve buiten beschouwing. Het is dan ook op dit punt dat, althans analytisch, een aanknoping met actief overheidsbeleid moet worden gezocht.

Het valt eenvoudig in te zien dat, naar mate de onderneming een gegeven samenstel van activa met relatief meer vreemd vermogen financiert, de kans op een (economisch) faillissement stijgt, omdat ten laste van een gegeven onzekere opbrengst een toenemend bedrag aan vaste verplichtingen wordt aangegaan. Zo'n (economisch) faillissement van ondernemingen heeft onmiskenbaar maatschappelijke gevolgen, waarvan de individuele onderneming de rekening niet, of althans niet op een door haar zelve beleidsmatig te beïnvloeden wijze krijgt gepresenteerd. Te denken valt aan het wegvallen van werkgelegenheid, aan het verloren gaan van know how die van grote betekenis voor de nationale economie wordt geacht (scheepsbouw!), aan het wegvallen van produktieprocessen met een militair strategische waarde enz. Vermogensstructuren die vanuit het standpunt van de onderneming en haar vermogensverschaffers optimaal zijn, kunnen derhalve vanuit een macro-economische optiek zeer wel suboptimaal zijn in die zin dat zij te veel risico op faillissement bevatten. Die constatering kan voor een overheid aanleiding zijn bewust maatregelen te nemen die er op gericht zijn vermogensstructuren te 'verbeteren'. In een markteconomie als de onze is daarbij het meest geëigende aanknopingspunt, dat de overheid die factoren die in de afweging op ondernemingsniveau een rol spelen en die zij als medegerechtigde op het inkomen van de onderneming zelf in de hand heeft, zodanig wijzigt, dat uit de hernieuwde afweging op ondernemingsniveau een vermogensstructuur resulteert die vanuit de optiek van de overheid 'beter' is

dan de oorspronkelijke. De meest in het oog springende aanpak is daarbij, gelet op het voorgaande, uiteraard die langs de weg van de fiscaliteit. Naast deze beïnvloeding van de verdeling van opbrengsten tussen belanghebbenden bij de uitkomst van het produktieproces, kan echter ook worden gedacht aan de beïnvloeding van de verdeling van risico's. De ppm-garantieregeling vormt van dit laatste een voorbeeld.

Wordt met de wetenschap van het voorgaande gekeken naar een aantal concrete instrumenten die de overheid ter beschikking staan, dan valt het volgende op te merken. Een *verlaging van het tarief van de vennootschapsbelasting* zal ceteris paribus leiden tot vermogensstructuren met relatief meer eigen vermogen; het marginale voordeel van het financieren met vreemd vermogen neemt immers af. Wel dient daarbij te worden bedacht dat een verlaging van het tarief van de vennootschapsbelasting strikt genomen meer bewerkstelligt dan een simpele waardeoverdracht van de fiscus naar de vermogensverschaffers. Het als gevolg van de fiscale maatregel veranderen van de vermogensstructuur heeft immers op zich weer gevolgen voor de overige claims op de onderneming. Zo zal als gevolg van de afgenomen kans op faillissement de contante waarde van de faillissementskosten dalen, doch de contante waarde van bijv. de eerder in dit opstel gememoreerde potentiële claims wegens produktaansprakelijkheid stijgen. Er treedt derhalve een algehele herverdeling van waarden van claims op, zonder dat daardoor overigens het hoofddoel van de maatregel, het verbeteren van de vermogensstructuur, vermoedelijk belangrijk zal worden aangetast.

Een tweede maatregel die in het onderhavige kader veel wordt genoemd en ook in diverse landen is doorgevoerd, is een *fiscale aftrekregeling bij de aankoop van (nieuwe) aandelen.* Men kan in een dergelijke maatregel een verlaging van de effectieve aankoopprijs van een aandeel zien, maar ook, mede gelet op het feit dat het feitelijke voordeel pas enige tijd na aankoop van het aandeel wordt genoten, nl. op het moment van afrekening met de fiscus, het creëren van een extra opbrengst voor de aandeelhouder. Dit laatste geldt uiteraard ook voor *faciliteiten ter mitigatie van de dubbele heffing op dividenden.* Hoewel deze maatregelen uiteraard het absolute voordeel van het financieren met vreemd vermogen ongemoeid laten, verminderen zij het relatieve voordeel ervan. Aldus valt eenvoudig in te zien dat zij in de afweging van marginale voordelen van het financieren met vreemd vermogen tegen de marginale nadelen ervan (waaronder het verloren gaan van de voordelen van het financieren met eigen vermogen) een bijdrage leveren tot vermogensstructuren met relatief meer eigen vermogen.[9] Ook de fiscale *vermogensaftrek* heeft in principe geen andere werking.[10]

Welke maatregel het meest effectief is, is op voorhand moeilijk te zeggen. Als eerste benadering kan wellicht de stelling dienen dat, zolang de contante waarde van het door de overheid te brengen offer maar onder elke maatregel dezelfde is, de maatregelen in beginsel alle even effectief zouden moeten zijn. De basis voor een dergelijke stelling kan worden gevonden in het hiervoor reeds uitvoerig besproken gegeven dat de bedoelde maatregelen de reële inkomensstroom van de onderneming ongemoeid laten en slechts

van invloed zijn op de verdeling van dat inkomen; daarmede wordt het offer van de overheid gelijk aan de meeropbrengst voor de gezamenlijke overige participanten. Slechts indien de maatregelen een uiteenlopende invloed hebben op de verdeling van die meeropbrengst onder de overige participanten, zullen zij een verschillende mate van effectiviteit kunnen hebben. In de hierna volgende paragraaf zal dit laatste aspect nader aan de orde komen. Aandacht verdienen tenslotte ook de eerder genoemde mogelijkheden voor de overheid in de sfeer van de risico-overdrachten. Essentieel in de waardering van inkomensstromen door risico averse beleggers is niet alleen de hoogte van die stroom, maar tevens het risico, gemeten als de mate van onzekerheid. Op grond van dit gegeven behoeft de overheid niet per se een maatregel in de sfeer van de verdeling van het inkomen van de onderneming te nemen; wanneer bij een gelijkblijvende verdeling van het inkomen bepaalde risico's om niet of althans tegen een prijs beneden hun marktwaarde door de overheid worden afgedekt, treden voor de gezamenlijke vermogensverschaffers soortgelijke waarde-effecten op als in het geval van een fiscale maatregel. Van de toepassing van dit beginsel is sprake bij bijv. de *ppm-garantieregeling*.

4. De rol van het dividend

Een zuivere beschouwing van de rol van het dividend vraagt dat het uitkeren van dividend niet wordt vergeleken met het inhouden van winst, maar dat een vergelijking wordt gemaakt tussen het uitkeren van winst gevolgd door een aandelenemissie voor eenzelfde bedrag en het inhouden van winst. Wordt dit laatste niet gedaan, dan vergelijkt men twee situaties waarin het in de onderneming voor investeringen beschikbare bedrag niet hetzelfde is. Als gevolg hiervan kan de vergelijking gemakkelijk vertroebeld raken door investeringseffecten die op zich niets te maken hebben met de dividendbeslissing.[11]

Bekijkt men tegen deze achtergrond de dividendbeslissing, dan zal het weinig betoog behoeven dat het uitkeren van dividend in de theoretische wereld van de perfecte vermogensmarkt niet meer dan een 'broekzakvestzak' aangelegenheid zonder enige relevantie is. Het al dan niet uitkeren van dividend krijgt pas relevantie op het moment dat de beslissing daartoe gevolgen heeft voor de omvang van de claims van derden, waarbij dan voornamelijk aan de fiscus moet worden gedacht. Daarbij gaat het ditmaal niet in eerste instantie om de belasting die bij de onderneming wordt geheven, doch om de belastingheffing bij de belegger.

Het gegeven dat uitgekeerde dividenden bij veel beleggers ten volle als inkomen worden belast en vermogenswinsten niet (hetzij omdat er geen vermogenswinstbelasting is, hetzij omdat het tarief daarvan lager is dan dat van de inkomstenbelasting) leidt uiteraard op zich bij die beleggers tot een sterke voorkeur voor zo laag mogelijke dividenduitkeringen. Dit effect wordt echter in belangrijke mate gemitigeerd door het feit dat er tal van mogelijkheden zijn om de belasting op dividenden te vermijden of naar de verre toekomst te verschuiven. Daarbij kan worden gedacht aan het beleggen via intermediairs met een bijzondere fiscale status, aan het opzetten

van constructies met geleend geld, met verzekeringscontracten met een bijzondere fiscale behandeling enz., al naar gelang de specifieke omstandigheden van het land dat men in ogenschouw neemt. Miller en Scholes (1978) hebben aangetoond dat onder de omstandigheden dat dit soort transformaties van dividendinkomen in vermogenswinsten resp. dit soort constructies met bijv. levensverzekeringscontracten mogelijk zijn, de dividendbeslissing in essentie irrelevant blijft.
Er is echter nog een belangrijke omstandigheid die niet onbesproken mag blijven, en dat is de omstandigheid dat de over dividenden te betalen belastingen niet voor alle beleggers even hoog is. Een deel van de beleggers, de particulieren, heeft te maken met de progressie in de inkomstenbelasting, een ander deel, vnl. institutionele beleggers, heeft, althans in ons land, in het geheel niet met belastingen te maken. Omdat het vermijden van belastingen op de hiervoor omschreven wijze in het algemeen tal van transactiekosten met zich mee zal brengen, zullen beleggers deze kosten afwegen tegen de te behalen belastingvoordelen. Als gevolg van verschillen in de hoogte van de heffing, zal deze afweging niet voor iedere (particuliere) belegger hetzelfde uitvallen. Daarenboven kunnen zowel particuliere als institutionele beleggers zeer legitieme redenen hebben om van tijd tot tijd contante opbrengsten van hun beleggingen te hebben, hetgeen op zich, gegeven het feit dat ook het realiseren van vermogenswinsten transactiekosten met zich meebrengt, zal kunnen leiden tot een voorkeur voor contant dividend. Gecombineerd leiden deze effecten ertoe dat sommige beleggers een duidelijke voorkeur zullen hebben voor aandelen met een relatief hoog dividend en andere beleggers juist voor aandelen met een relatief laag dividend, hetgeen zal resulteren in cliëntèle-effecten in de markt voor aandelen.
Het voorgaande heeft twee belangrijke consequenties voor een overheidsbeleid dat gericht is op het aantrekkelijker maken van aandelen om langs die weg de vermogensstructuren in het bedrijfsleven te verbeteren. In de eerste plaats kan op grond van het voorgaande terecht een vraagteken worden gezet achter de regelmatig te beluisteren stelling dat de dubbele heffing op dividenden de grote boosdoener is als het gaat om de vermeende onaantrekkelijkheid van het aandelenbezit. Diegenen die deze stelling verdedigen, zullen toch tenminste duidelijker moeten aangeven op welke presumpties zij zich baseren bij het opbouwen van hun gedachtengang. In de tweede plaats leidt het voorgaande tot de conclusie dat als gevolg van de optredende cliëntèle-effecten fiscale maatregelen ter mitigatie van de dubbele heffing zoals een *verrekeningsstelsel* of een gehele of gedeeltelijke *dividendvrijstelling* slechts een zeer specifiek gedeelte van de markt zullen bereiken. Voor de overheid kan dit een argument zijn om de keuze op een ander, meer algemener werkend instrument te laten vallen.

5. Besluit

In het voorgaande is betoogd dat tegen de achtergrond van de moderne theorievorming rond de vermogensstructuur van ondernemingen van een 'slechte' vermogensstructuur slechts sprake kan zijn vanuit een macro-

optiek, omdat volgens deze theorie de vermogensstructuur op het niveau van de individuele onderneming optimaal moet worden geacht. De divergentie tussen de twee optieken moet worden gezocht in factoren die op ondernemingsniveau geen rol in het afwegingsproces spelen, doch die op macro-niveau wel van belang zijn en die ook door de beslissingen van alle ondernemingen tezamen op dat niveau worden beïnvloed. Door de (veelal fiscale) claim die de overheid zelf op de inkomensstroom van de onderneming heeft, te wijzigen kan de overheid het afwegingsproces op ondernemingsniveau zodanig beïnvloeden dat dit leidt tot vermogensstructuren die beter aansluiten bij de doelstellingen van die overheid zelf. Daarbij kan als grondgedachte worden gehanteerd dat, zolang de contante waarde van het offer voor de overheid dat met de verschillende denkbare instrumenten is gemoeid, maar hetzelfde is, het in beginsel niet zal uitmaken welk specifiek instrument de overheid hanteert; elk instrument komt in beginsel toch steeds neer op een waarde-overdracht van de overheid naar de overige gerechtigden op het (door de maatregel op zich niet beïnvloede) totale inkomen uit investeringen van de onderneming. Een uitzondering hierop vormen de maatregelen die rechtstreeks aangrijpen bij de dividendpolitiek. Als gevolg van de gecompliceerde fiscale regelingen, die resulteren in een verschillende belastingdruk voor verschillende economische subjecten, en het bestaan van transactiekosten treden cliëntèle-effecten op in de markt voor aandelen. Daardoor zullen fiscale maatregelen die direct bij het dividend aangrijpen, veelal een selectievere werking hebben dan vele andere maatregelen.

Noten

1 Ten tijde van het schrijven van dit opstel had het kabinet nog geen definitieve beslissing genomen over het al dan niet invoeren van een fiscale aandelenaftrekregeling.

2 Een bewijsvoering is in elk goed financieringshandboek te vinden; zeer verhelderend acht ik persoonlijk dat van Brealey en Myers (1981).

3 Onder 'agency' kosten worden de kosten verstaan die voortvloeien uit het feit dat de onderneming een knooppunt van belangen vormt, waarbij elke belanghebbende tracht zichzelf zo goed mogelijk te beschermen tegen mogelijk kwalijke gevolgen van de acties van anderen. Voor een uitvoeriger bespreking van de 'agency' theorie in het kader van de vermogensstructuur van de onderneming zij te onzent verwezen naar Jonkhart (1983).

4 Voor een recente bespreking van de theoretische constructie van de perfecte vermogensmarkt zij o.m. verwezen naar Tempelaar en Overmeer (1983).

5 Deze conclusie gaat er uiteraard van uit dat bij de vermogensverschaffer inkomsten uit vreemd vermogen niet zodanig zwaarder worden belast dan inkomsten uit aandelen, dat daardoor het op ondernemingsniveau te behalen voordeel niet weer geheel teniet wordt gedaan.

6 Hoewel door weinigen als zodanig onderkend is de veronderstelde aanwezigheid van de laatst genoemde groep potentieel gerechtigden precies de reden waarom Scott (1977) in een ogenschijnlijk perfecte vermogensmarkt tot het bestaan van een optimale financieringsstrategie kan concluderen.

7 Merk op dat voor het bereiken van deze conclusie geen uitspraak behoeft te worden gedaan over de wijze waarop contante waarden berekend worden.

8 Voor een uitvoeriger bespreking verwijs ik naar een in 1981 in dit tijdschrift van mijn hand verschenen artikel en de daarin aangehaalde literatuur.

9 Er zij op gewezen dat deze uitspraak niet onder elk theoretisch denkbaar verloop van de marginale belastingbesparingen correct behoeft te zijn; voor het gangbare fiscale stelsel gaat de uitspraak echter zonder meer op.

10 Onder deze regeling mag een bepaald percentage van het eigen vermogen in mindering op de winst worden gebracht alvorens daarover de belasting wordt berekend.

11 Vgl. Brealey en Myers (1981), p. 324.

Literatuur

Brealey, R. A. en S. C. Myers, 1981, *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, New York, N. Y.

Jonkhart, M. J. L., 1981, De vermogensstructuur van de onderneming, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde 55*, april, pp. 212-219.

Jonkhart, M. J. L., 1983, De scheiding van leiding en financiering en de optimale vermogensstructuur, *Bedrijfskunde 55*, nr. 1, pp. 19-26.

Miller, M. H. en M. S. Scholes, 1978, Dividend and taxes, *Journal of Financial Economics 6*, nr. 4, pp. 333-364.

Scott, J. H., Jr., 1977, Bankruptcy, secured debt, and the optimal capital structure, *Journal of Finance 42*, nr. 1, pp. 1-19.

Tempelaar, F. M. en J. M. Overmeer, 1983, Over efficiëntie, perfectie en compleetheid van de vermogensmarkt in de financierings- en beleggingstheorie, in: A. C. C. Herst, J. van der Meulen en G. J. Ruizendaal (red.), *Financiering en Belegging, Stand van zaken anno 1983*, Vakgroep Financiering en Belegging, Erasmus Universiteit Rotterdam, Rotterdam 1983, pp. 169-189.