



Bijzondere dividenden en inkoop van eigen aandelen

Auteur(s):

Duffhues, P.J.W.

Finance department, Katholieke Universiteit Brabant.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4198, pagina 264, 9 april 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten, ondernemingsstrategie

Superdividenden, speciale dividenden en de inkoop van eigen aandelen worden populairder. Maar een onderneming die geen investeringsmogelijkheid ziet, hoeft het overtollige geld niet zonder meer aan de aandeelhouders uit te keren. Ze kan het ook zelf beleggen en zo onder andere het risico van de onderneming bewust verlagen. Voor terugsluizing naar aandeelhouders zijn twee mogelijke redenen: een overliquiditeit opheffen, of de wens om de winst per aandeel te maximaliseren. Dit laatste is echter geen goede, maar wel populaire motivatie.

Het Nederlandse bedrijfsleven zwemt in het geld. Althans zo lijkt het. Enkele ondernemingen hebben aangekondigd grote bedragen (in de orde van 5% à 10% van de bestaande marktwaarde van de aandelen) te willen uitbetalen aan de aandeelhouders in de vorm van een bijzonder dividend. Over Unilever wordt bij deze terugsluis-activiteit van 'superdividend' genoemd. Andere terugsluisactiviteiten vinden plaats in de vorm van inkoop van eigen aandelen. De combinatie van extra dividend en inkoop van eigen aandelen komt ook voor (zoals bij Philips). Het extra dividend kan een substituuut zijn voor de inkoop van eigen aandelen in die gevallen waarin inkoop bezwaarlijk is uit fiscale overwegingen. In welke vorm de terug te sluisen bedragen worden uitgekeerd maakt vooral privaatrechtelijk en fiscaaljuridisch verschil, en minder in economisch opzicht.

De terugsluizende ondernemingen kunnen het geld blijkbaar missen als kiespijn, maar onduidelijk is waardoor die kiespijn wordt veroorzaakt. Is er verschil in marktwaarde als de middelen wel of niet worden terugbetaald aan de aandeelhouders? Het lijkt van niet. En hoe zit het met de kosten van vermogen? Veranderen die eigenlijk wel? Waarschijnlijk niet. In dit artikel wordt gespeurd naar de echte bron van de kiespijn van het management die tot gevolg heeft dat men terugbetaling prefereert boven zelf beleggen. Over investeren (in bedrijfsactiviteiten) praten we dan al lang niet meer. Allereerst wordt een impressie gegeven van de populariteit van dit verschijnsel. Vervolgens wordt ingegaan op het nut van een gevulde liquiditeitenkas. Daarna worden de argumenten om geld terug te sluisen beoordeeld, eerst via een analyse van optimaal kasbeheer, daarna via de boekwaardebenadering. Bij dit laatste gaat het er om, dat de cultus om de winst per aandeel zo hoog mogelijk te laten lijken, bijdraagt aan het terugsluisen van geld naar aandeelhouders - ook al is het soms verstandiger geld in kas of beleggingen te houden.

Terugsluisen van geld

Het terugsluisen van geld naar aandeelhouders komt niet alleen in Nederland voor maar is internationaal aan de orde van de dag. Vooral de inkoop van eigen aandelen is populair. In nogal wat ondernemingen is geld 'over', dat in contanten wordt teruggegeven aan de aandeelhouders. Dit is een markant gegeven voor een bedrijfsleven dat de traditie heeft als vermogensvrager op te treden. Dat brengt de aandacht op de liquiditeitspositie van ondernemingen: vertoont het bedrijfsleven tekenen van overliquiditeit? Deze vraag laat zich met behulp van gepubliceerde balansgegevens niet gemakkelijk beantwoorden. Tabel 1 bevat gegevens over de absolute en relatieve betekenis van de liquide middelen bij de twee genoemde multinationale ondernemingen en een aantal andere willekeurig gekozen Nederlandse ondernemingen per ultimo 1997¹.

Bij Philips oogt de kaspositie relatief laag ten opzichte van Unilever, maar in 1998 is bij Philips een bedrag van ongeveer f 20 mrd ontvangen uit desinvestering van o.a. Polygram dat nog niet is verwerkt in bovenstaande cijfers. Na correctie hiervoor blijkt dat de kaspositie van beide ondernemingen vergelijkbaar ruim is. Theoretisch zou ongeveer het gehele eigen vermogen per ultimo 1997 kunnen worden terugbetaald. Let men echter op ondernemingen als Baan, Cap Gemini en Randstad dan blijkt dat een uitpuilende kaspositie geen enkele garantie inhoudt dat aandeelhouders op een bijzonder dividend mogen rekenen. Hieruit blijkt hoe verschillend de marktomstandigheden bij deze en de genoemde ondernemingen zijn. Verder blijkt uit [tabel 1](#) dat de voorraad liquide middelen sterk uiteenloopt, ook binnen sectoren. Tenslotte is te zien dat per ultimo 1997 de liquiditeitenvoorraad van de gemiddelde onderneming gelijk was aan 22% van het eigen vermogen.

Tabel 1. Liquide middelen inclusief beleggingen (lm), eigen vermogen (ev) en extra dividend (ed) per ultimo 1997

	liquide middelen mln	eigen vermogen mln	lm/ev %	extra dividend mln	ed/ev %
Philips	f 3773	f 19460	19	f 3465	18
Unilever	f 19530	f 24734	79	f 16000	65

ASML	f	77	f	964	8	nihil	nihil
Baan	\$	216	\$	290	74	nihil	nihil
Cap Gemini	f	273	f	288	95	nihil	nihil
DSM	f	1009	f	5450	19	nihil	nihil
Heineken	f	1870	f	5100	37	nihil	nihil
Océ	f	62	f	1541	4	nihil	nihil
Randstad	f	510	f	675	75	nihil	nihil
Wolters-Kluwer	f	158	f	1814	9	nihil	nihil
142 niet-financiële beursondernemingen	f	45129	f	206600	22		

Bron: jaarverslagen ondernemingen 1997; laatste regel: *CBS-Statistiek Balans en resultatenrekening van beursfondsen 1997*.

Ruime kassen geven blijkbaar geen zekerheid over het mogelijk initiëren van terugsluisactiviteiten door ondernemingen². Het is gelet op de mogelijkheid dat ondernemingen eerst leenvermogen aantrekken met het doel om gelden terug te sluisen aan de aandeelhouders, zelfs geen noodzakelijke voorwaarde³.

Met het terugsluisen van geld maakt de ondernemingsleiding duidelijk dat er voor de grote bedragen waarom het gaat geen netto contante waarde-creërende investeringen in zicht zijn (op zichzelf is dat een ernstige zaak maar niet het onderwerp van dit artikel). Dat is bedrijfseconomisch het enige criterium dat telt. Veld en De Jong hebben de directie van Unilever dan ook gecomplimenteerd met het besluit om niet tot investering over te gaan⁴. Toch is het terugsluisen van geld lang niet altijd de daarop volgende logische stap. Zo kan de onderneming ook zelf beleggen op de financiële markten. In de volgende paragrafen ga ik in op de voor- en nadelen van het aanhouden van liquiditeiten (inclusief effecten). Vervolgens wordt de invloed besproken van de financiële verslaggeving op het terugsluisen van gelden.

Liquiditeitsbeleid van de onderneming

De onderneming als belegger

De onderneming heeft in haar liquiditeitsbeleid twee mogelijkheden: hetzij zelf beleggen hetzij de aandeelhouders laten beleggen door het uit te keren. Als grote en krachtige partij verschijnt de onderneming ingeval van zelf beleggen op de geld- en/of kapitaalmarkt. Daar zal zij wellicht superieure rendementen weten te behalen ten opzichte van individuele aandeelhouders die met hetzelfde risico als de onderneming beleggen. Er ontstaat als het ware een eigen beleggingsfonds dat tegen de bedrijfsactiviteiten aanleunt op de balans. Een beetje verwarrend is dit uiteraard wel maar het kan zin hebben. De financiële markten moeten de combinatie beoordelen, de portfolio. Het aandeel in die onderneming zal als verminderd riskant worden beoordeeld. De risicopremie zal dalen als de onderneming zelf (solide) belegt.

De idee dat ondernemingen zelf als belegger optreden, is niet voor iedereen aanvaardbaar. De (veelal onterechte) kritiek op ondernemingsbeleggingen is al gauw dat die activiteiten niet des ondernemers zijn. Dat kan in die redenering beter aan professionele beleggers worden overgelaten. Afgezien van het feit dat dit laatste ook niet altijd werkt⁵, kan worden opgemerkt dat sommige ondernemingen jarenlang een (zeer) ruime liquiditeit aanhouden als belegde kasmiddelen met een duidelijke bedrijfsfunctie. Deze is hetzij risicobeperking tegen toekomstige fluctuaties van de kasstromen van de onderneming, hetzij het aanhouden van een overnamekas voor het ondernemen van snelle actie als een geschikte kandidaat in beeld komt. Een voorbeeld van een liquiditeitsvoorraad om risico's af te dekken was jarenlang de toenmalige onderneming Bols NV dat (voorafgaande aan de fusie met Wessanen) een groot pakket obligatiebeleggingen aanhield. Een voorbeeld van het aanhouden van een (zeer grote) overnamekas was de onderneming Roche in Zwitserland die inmiddels haar slag op de overnamemarkt heeft geslagen. De kasstroom uit beleggingen van dit bedrijf was ongeveer drie keer de kasstroom uit reguliere activiteiten. De conclusie is dat ondernemingsbeleggingen een nuttige functie kunnen vervullen bij het realiseren van de ondernemingsdoelstellingen.

Terugsluisen van overliquiditeiten

Bij zelf beleggen door de onderneming is de balans een (in beginsel nuttige) mengeling van een bedrijfs- en een bankiersbalans. De andere weg is die waarbij aandeelhouders zelf maar moeten beleggen. Als sprake is van overliquiditeit is dit ook helemaal niet bezwaarlijk. Philips en Unilever kiezen hiervoor. De kritiek dat terugsluisen een benijdenswaardig douceurtje voor de aandeelhouders oplevert is verwonderlijk⁶. Aandeelhouders profiteren in principe niet van dergelijke 'superdividenden': het is een sigaar uit eigen doos. Het superdividend betekent slechts dat de onderneming een probleem heeft op haar markten⁷. De kritiek is niet gebaseerd op het derven van de voordelen uit hoofde van de krachtige onderhandelingspositie bij het beleggen, maar op het feit dat er niet geïnvesteerd wordt in bedrijfsactiviteiten. Er moet volgens de critici blijkbaar door dik en dun worden geïnvesteerd.

Welke keuze men ook maakt, zij dient in overeenstemming te zijn met de belangrijke functie van financiële markten als allocator voor de geldstromen. Als de leiding niets zinnigs met het geld kan doen, in de vorm van bedrijfsactiviteit of beleggingsactiviteit, is het goed dat het wordt afgevoerd naar de aandeelhouders.

Het rendement van overliquiditeiten

Overliquiditeiten hebben per definitie geen enkele bedrijfs-, wel een beleggingsfunctie. Deze laatste ontstaat omdat men het geld (vooralsnog) aanhoudt terwijl er geen enkel emplot is in de onderneming, ook niet om risico af te dekken of een oorlogskas te creëren. De enige reden dat er een beleggingsprobleem is, is dat er overtollige gelden zijn. Deze gelden die de kas soms doen uitpuilen, brengen wel enig rendement op maar dat is bescheiden wanneer het geld bij de huidige geldmarktrente wordt belegd. Men behaalt dan een rendement van een procent of drie per jaar. Zet men het geld voor langere perioden uit, dan is het rendement hoger maar in het algemeen meer onzeker. Men verliest in dat geval de flexibiliteit van een korte-termijn belegging. Dat is, als substituuft voor mogelijke terugsluisactiviteiten, niet zo bezwaarlijk als het lijkt omdat de ondernemingen die extra-dividenden uitkeren en/of eigen aandelen inkopen zonder

uitzondering beweren te beschikken over ruime financieringsmogelijkheden als zich toch een interessante investeringsmogelijkheid zou voordoen.

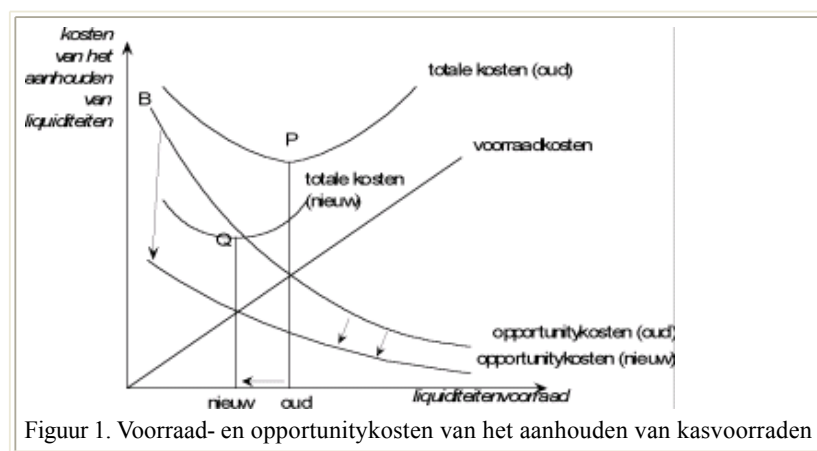
Dit overziende zijn er twee verklaringen voor het afstoten van overtollig kasgeld. De eerste is geworteld in de theorie van het optimale kasbeheer (cash management). De tweede schuilt in de tegenstelling tussen het marktwaarde- en het boekwaardemodel van de prestatiemeting van ondernemingen.

I. Optimaal kasbeheer

De terugsluisactiviteit maakt deel uit van het streven naar de optimale liquiditeitsvoorraad van de onderneming. Ondernemingen houden kasmiddelen aan om te overleven maar dat doet pijn omdat de middelen weinig of geen rendement opleveren. De bied-rente die wordt ontvangen over de balansactiva (ofwel beleggingen) is lager dan de laat-rente die wordt betaald over balanspassiva. Dat argument noopt tot beperking van de voorraad liquiditeiten: niet meer aanhouden dan strikt nodig is want hoe meer in kas, hoe hoger deze kosten.

Anderzijds moet men in die beperking niet doorschieten, want dan krijgt men andere klappen zoals de mogelijk hoge kosten van het moeten betreden van de financiële markten (hoge vermogenskosten) of het moeten annuleren van leuke investeringen (dus het missen van netto contante waarde). Nog erger is een faillissementsgevaar en de bijbehorende faillissementskosten. Deze verschillende kosten hebben het karakter van opportunitykosten van het aanhouden van kasaldi. Hoe meer in kas, hoe lager deze opportunitykosten. Zij zijn evenals de voorraadkosten van het aanhouden van kasgeld te interpreteren als negatieve netto contante waarden.

De totale kosten van het aanhouden van liquiditeiten is de som van deze (stijgende) voorraadkosten en (dalende) opportunitykosten. Het optimum wordt gevonden waar het totaal van deze kosten minimaal zijn, zoals in [figuur 1](#) wordt geïllustreerd ⁸.



De toelichting die ondernemingen als Unilever en Philips hebben gegeven op hun besluit om terug te betalen, maakt duidelijk dat de genoemde opportunitykosten van een beperkte liquiditeit momenteel nauwelijks afschrikken en dus laag zijn zelfs met een verlaagde liquiditeit. Vrij vertaald is de boodschap van het management als volgt: "We missen geen netto contante waarde want er zijn geen leuke projecten, en als we ze vinden dan kunnen we gemakkelijk en goedkoop geld aantrekken als we dat nodig hebben want we blijven ook dan nog steeds ruimschoots binnen de grenzen van onze optimale vermogensstructuur". Dit betekent een daling van het niveau van de curve van de opportunitykosten waardoor de minimumkosten dalen van P tot Q. De optimale liquiditeitsvoorraad daalt daarmee ook ([figuur 1](#)).

Dit verklaart de afkeer om geld in kas (lees: als belegging door de eigen ondernemings-treasury) te houden. Voor Unilever en Philips is de curve van de opportunitykosten blijkbaar gedaald en daardoor ook vlakker gaan verlopen omdat men minder last heeft van een kleinere kas.

II. Het boekwaardemodel

Toch is dit slechts een gedeeltelijke en de meer theoretische verklaring van het ondernemingsgedrag. Er is meer. Een tweede verklaring (die de eerste verklaring kan aanvullen, niet substitueren) is gelegen in een meer praktische omstandigheid, namelijk het rapporteren in boekwaarde-grootheden en de vervelende effecten die dat oplevert als er sprake is van een ruime liquiditeitspositie.

Het probleem voor het geldbeheer van een overliquide onderneming, die behalve in termen van het hierboven behandelde marktwaardemodel van de kasoptimalisatie ook in een boekwaarde-omgeving werkzaam is, is dat de huidige rentetarieven op deposito's niet kunnen concurreren met het rendement dat ondernemingen in de afgelopen jaren hebben behaald over het totaal geïnvesteerd vermogen. Gaan ze toch over tot deze 'beleggingen' dan zal het gemiddeld rendement over het totaal geïnvesteerd vermogen dalen. Uit marktwaarde-oogpunt is daar niets mis mee, immers het risico van een belegde overliquiditeit is in het algemeen aanmerkelijk kleiner dan van de bestaande bedrijfsactiviteiten zodat het aandeel van deze onderneming ook minder riskant wordt. Als men de belegging afstoot door de gelden terug te betalen aan de aandeelhouders, verandert die marktwaarde niet. De effectenbeurs dacht er niet anders over. De aandelenkoers van Philips en Unilever vertoonde een tamelijk vlak verloop na de aankondiging om gelden terug te sluisen naar de aandeelhouders in de vorm van een aanzienlijk extra dividend. Er was met andere woorden geen euforie te bespeuren. Toch bestaat hier verwarring over. Een voorbeeld is de uitspraak van Unilever dat het betalen van een superdividend aan de aandeelhouders marktwaarde zal creëren en een verlaging van de vermogenskostenvoet zal opleveren (*Financial Times*, 24 februari 1999). Dit is een aanvechtbare uitspraak omdat het rendement op het bedrag van de uit te keren gelden bij belegging door Unilever respectievelijk door de aandeelhouders onderling niet significant zal afwijken. In werkelijkheid zal de vermogenskostenvoet van Unilever toenemen omdat het resterende activarisico voor de aandeelhouders toeneemt. Tegelijkertijd zal ook het rendement over deze activa stijgen omdat het lage rendement van de belegde middelen vervalt. In een efficiënte markt heffen deze twee elkaar op ⁹.

In het boekwaardemodel levert het terugsluizen desondanks hoog aanzien op. De rentabiliteit over totaal geïnvesteerd vermogen wordt niet langer 'vergiftigd' met een schamele 2% à 3% rente over een groot depositobedrag. Daardoor wordt voorkomen dat de gemiddelde rentabiliteit over totaal geïnvesteerd vermogen en als pendant daarvan de rentabiliteit over eigen vermogen daalt.

De onderneming stoot dus veilige activa die een laag rendement opbrachten af en wordt daardoor meer riskant. Dat wordt uiteraard verwerkt op de financiële markten. Het geëiste rendement van de aandeelhouders zal stijgen. Het rendement op eigen vermogen zal ook stijgen. Per saldo gebeurt er, qua marktwaarde, niets. Probleem is echter dat het geëiste rendement in de verslaggeving nergens voorkomt. De stijging van de rentabiliteit over eigen vermogen komt dus, in het boekwaardemodel niet gehinderd door enig besef van vergroot risico, als de grote praktische legitimering van de terugsluizing naar voren.

Daarmee zijn we aan de kern gearriveerd: het terugsluizen van gelden als er toch geen rendabele investeringsmogelijkheden voor het management zijn, is theoretisch te rechtvaardigen op basis van het marktwaarde-model van de kasoptimalisatie en praktisch te verklaren op basis van het boekwaarde-model: de rentabiliteit over het eigen vermogen wordt erdoor verhoogd (beter gezegd: voorkomen wordt dat deze zal dalen). De theoretische verklaring sluit vooral aan bij de wereld van de professionele treasury van ondernemingen. De praktische verklaring sluit vooral aan bij de wereld van de ondernemingsleiding¹⁰. De twee verklaringen vullen elkaar perfect aan. Alvorens af te sluiten, gaan we hierna nog wat dieper in op de praktische verklaring die steunt op de hoogte van de winst per aandeel.

De 'winst per aandeel'-cultus

Het boekwaardemodel hangt het oordeel over de prestaties van de onderneming op aan boekhoudkundige concepten zoals de grootte van het eigen vermogen en de winst per aandeel. In dat model krijgt het effect van terugsluis-activiteiten op het rendement over geïnvesteerd vermogen, rendement op eigen vermogen en de winst per aandeel ruime aandacht. De relevantie is echter zoek want winst is niet gecorrigeerd voor risico. Winst is bovendien beperkt tot een bepaalde periode, terwijl marktwaarde een contante waarde is van verwachte kasstromen in alle toekomstige perioden. Vast houden aan een inferieure prestatie maatstaf is dan niets anders dan een vorm van verering, een cultus. Ik noem dat de winst-per-aandeel cultus. Merkwaardig genoeg is juist bij beleggingsanalisten het boekwaardemodel populair. Dat is niet alleen jammer omdat de financiële markten al veel verder zijn - er dreigt dus een grote achterstand te ontstaan met de relevantie van de informatie - maar ook en vooral omdat het transacties kan uitlokken die dat niet verdienen.

Slot

In dit artikel is een relatie gelegd tussen recente omstreden financiële transacties van ondernemingen en het waardemodel dat daarbij wordt gehanteerd. Het marktwaardemodel bleek deze transacties te kunnen verklaren vanuit het streven om de netto contante waarde van de nadelen van het aanhouden van liquide middelen te minimaliseren. Het boekwaardemodel bleek ook een goede (en praktisch wellicht meer aansprekende) verklaring te bieden voor het ontstaan van deze transacties: de onderneming komt, boekhoudkundig gezien, niet naar buiten als een bedrijf dat matig presteert. Aangezien ter legitimering van financiële transacties het boekwaardemodel grote tekortkomingen bezit ten opzichte van het marktwaardemodel, is het twijfelachtig of de genoemde populaire financiële transacties niet op drijfzand berusten in gevallen waarin deze alleen op het boekwaardemodel zouden zijn geïnspireerd.

Er resteert slechts één relevant argument voor terugsluisactiviteiten: de allocatiefunctie van de kapitaalmarkt. Alle andere gebezigde verdedigingslijnen zijn geïnspireerd door het boekwaardemodel dat gemakkelijk ontgaat in een 'winst per aandeel'-cultus - de exclusieve aandacht voor de korte-termijn invloed van een bepaalde financiële activiteit op de winst per aandeel. Het wordt tijd dat ook ondernemingsleidingen zich bezinnen op de essentie van de twee modellen en de verschillen tussen deze twee. Helaas wekken sommigen de indruk dat winst per aandeel hetzelfde is als aandeelhouderswaarde. Dat is beslist onjuist: wie uitsluitend naar winst per aandeel kijkt wordt bijziend.

Een slotvraag is welke conjuncturele of structurele ontwikkeling gaande is, die het zicht ontnemt aan het bedrijfsleven op het plegen van gezonde investeringen. Dat is mijns inziens de werkelijk relevante vraag in dit debat

1 Over 1998 zijn nog te weinig jaarverslagen gepubliceerd zodat gekozen is voor de situatie per ultimo 1997. De extra dividenden van Philips en Unilever zullen pas in 1999 worden uitbetaald. Bedacht moet worden dat daardoor belangrijke desinvesteringsopties uit 1998 buiten beschouwing blijven. [tabel 1](#) geeft dus slechts een impressie.

2 De gemeten kaspositie van de ondernemingen in tabel 1 bevat nog het reguliere dividend over 1996, omdat de balansen worden gepubliceerd na winstverdeling maar voor winstuitkering. In die zin is sprake van een flatterende van de percentages vermeld in kolom 4 maar dit bezwaar geldt dan wel voor alle ondernemingen.

3 Zie *The Economist*, 3 april 1999, blz. 72.

4 Zie C. Veld en A. de Jong, [Unilevers superdividend](#), *ESB*, 5 maart 1999, blz. 163.

5 Zie J. ter Horst, Th. Nijman en F. de Roon, [De povere prestaties van beleggingsfondsen](#), *ESB*, 26 februari 1999, blz. 144-148.

6 Vergelijk o.a. de uitlating van de directeur van de Consumentenbond over het uitkeren van f 16 mrd aan de aandeelhouders door Unilever: "Dat getuigt van weinig maatschappelijke betrokkenheid" (*Het Financieele Dagblad*, 3 maart 1999), of de opmerking van B. den Engelsen "Unilever mist ware ambitie" in *NRC-Handelsblad*, 1 maart 1999. Voorts wordt verwezen naar de impliciete kritiek van de minister van Sociale Zaken op het superdividend van Unilever. Hij acht het "zeer verklaarbaar" dat de uitkering van Unilever wrang overkomt op vakbonden en werknemers (*Het Financieele Dagblad*, 3 maart 1999).

7 Helaas draagt de financiële pers bij aan deze foutieve voorstelling van zaken door nagenoeg kritikloos elke uitkering aan

aandeelhouders als rendement te beschouwen. Een willekeurig voorbeeld is de bespreking van de inkoop van eigen aandelen door AIR Holdings in *Het Financieele Dagblad* van 19 maart 1999 (cursivering toegevoegd): "De aandeelhouders van de 10.582 uitstaande converteerbare cumulatief preferente aandelen kunnen op dezelfde wijze profiteren van de transactie?" (als de gewone aandeelhouders).

8 Vergelijk Ch.-S. Kim, D.C. Maurer en A.E.Sherman, The determinants of corporate liquidity: theory and evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1998, blz. 335-359, en T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz en R. Williamson, The determinants and implications of corporate cash holdings, working paper, februari 1998.

9 In een wereld volgens Modigliani en Miller blijft de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, voor wat de afhankelijkheid van de vermogensstructuur betreft, dus constant. Als er echter belastingvoordelen wegens rente-afrek zijn of andere imperfecties, kan de gemiddelde vermogenskostenvoet wel dalen. In het perfecte marktmodel blijft dan over de vermogenskostenverhogende invloed van het vergrote activarisico. In het imperfecte marktmodel daarentegen wordt de toeneming van het activarisico minstens voor een deel weggenomen door het belastingeffect op de vermogenskosten. Zie F. Modigliani, en M.H. Miller, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, 1958, blz. 261-297.

10 De betekenis van deze praktische overweging mag niet worden onderschat. Het gaat om de vraag of de ondernemingsleiding het aanvaardbaar vindt dat zij de geschiedenis ingaat als de verantwoordelijke bestuurders in een periode waarin het boekhoudkundig rendement over totaal en eigen vermogen een substantiële daling onderging.