

'Bij de toepassing van deze normen wordt voorzichtigheid in acht genomen', waarna in afzonderlijke en zelfstandige volzinnen de door de Richtlijn bedoelde bijzonderheden worden opgenomen.

Terwijl de Richtlijn het voorzichtigheidsbeginsel toespit op de in art. 31,1,c neergelegde conventies (winsten slechts nemen indien gerealiseerd; mogelijke verliezen in aanmerking nemen, ook indien pas na balansdatum bekend geworden; waardeverminderingen verwerken ongeacht het resultaat), en derhalve op de keuze der normen, spitst het ontwerp het voorzichtigheidsbeginsel toe op de toepassing van normen, waarmee volgens de auteur de deur wordt opengezet om in deflaterende richting van de normen af te wijken.

Aandacht verdient dat de auteur geen afkeuring laat blijken van art. 384, lid 5, laatste volzin, dat onder bepaalde omstandigheden herwaardering van activa tot op actuele waarde verplicht stelt. Deze ontwerp-bepaling, die geen steun vindt in de 4e Richtlijn, heeft reeds de pennen van talrijke andere auteurs in beweging gebracht. IJsselmuiden acht kennelijk op dit punt de getrouwheid van de voorstelling van vermogen en resultaat van hoger belang dan de met de 4e Richtlijn beoogde harmonisatie.

Tot slot van deze boekbespreking willen wij nog signaleren dat IJsselmuiden ook in dit boek zijn reeds eerder gepubliceerde mening poneert, dat een door de accountant gegeven verklaring van oordeelonthouding geen verklaring is in de wettelijke zin. De verordening houdende Gedrags en Beroepsregels Registeraccountants acht hij op dit punt strijdig met de wet. Zo het accountantsonderzoek niet tot een stellig oordeel - met goed- of afkeurende strekking - kan leiden zou, aldus de auteur, geen verklaring kunnen worden afgegeven, en zou de onderneming ingevolge art. 392, lid 2 van het ontwerp dienen mede te delen dat en waarom geen deskundigenverklaring wordt overgelegd.

Wij hopen dat IJsselmuiden een herziene editie van zijn boek in het licht zal geven, nadat de aanpassingswet het Staatsblad heeft bereikt.

J. A. Burggraaff

M. J. L. Jonkhart

Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity

academisch proefschrift, Rotterdam, 1980

Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity is verschenen als dissertatie waarop de auteur in 1980 *cum laude* is gepromoveerd tot doctor in de economische wetenschappen. In zijn - in de Engelse taal gestelde - proefschrift gaat Jonkhart in op het vraagstuk van de vermogensstructuur van ondernemingen. Als structuur van het vermogen wordt in dit verband aangemerkt de verhouding tussen de omvang van het vreemde (niet-ondernemende) vermogen en die van het eigen (ondernemende) vermogen. De omvang van het vermogen, c.q. een vermogenscomponent, wordt hierbij gedefinieerd als de theoretische marktwaarde ervan, d.i. als een contante waarde - overeenkomstig de gangbare neoklassieke micro-economische benadering van het vraagstuk die Jonkhart als zijn uitgangspunt kiest.

Hoewel recentelijk reeds een samenvatting van enkele hoofdpunten uit het proefschrift in dit blad is verschenen, zie Jonkhart (1981), begin ik deze bespreking met een weergave van de grote lijn van de studie en de belangrijkste conclusies eruit. Gelet op het feit dat er geen handelseditie van het boek is verschenen, meen ik er goed aan te doen deze weergave tamelijk uitgebreid te maken.

Twee definities staan centraal in de studie: de *optimale vermogensstructuur* van een onderneming is gelijk aan die combinatie van eigen en vreemd vermogen waarvoor, gegeven de activa als inkomensbron, de waarde van de onderneming voor de eigenaren/aandeelhouders maximaal is; de *leencapaciteit* van een onderneming is gelijk aan de maximale hoeveelheid vreemd vermogen die op een gegeven moment van de vermogensmarkt kan worden aangetrokken, gegeven de activa als inkomensbron van de onderneming.

Aangezien de analyse berust op het streven van subjecten naar waardemaximalisatie, gaat het in de voorgaande definities enerzijds om de hoeveelheid vreemd vermogen die de eigenaren optimaal zouden willen inlenen in de onderneming ten dienste van een verhoging van de waarde van hun belang, tegenover anderzijds de hoeveelheid vreemd vermogen die crediteuren bereid zijn uit te lenen aan de onder-

neming, zodanig dat de waarde van hun belegging maximaal is.

Jonkhart voert zijn analyse uit onder een aantal sterk beperkende veronderstellingen, waaronder de aanname van een volkomen ('perfect') en volledige ('complete') vermogensmarkt, en de beperking van de tijdshorizon tot één periode, d.i. twee momenten. Uitdrukkelijk dient te worden opgemerkt dat in de loop van de analyse de volkomenheid van de vermogensmarkt op enkele aspecten wordt losgelaten, zoals onderstaand ook zal blijken.

Na de inleiding in hoofdstuk 1 wordt in het *tweede hoofdstuk* binnen het door de veronderstellingen geschapen kader een fundamentele analyse getoond van het vraagstuk van de optimale vermogensstructuur. Deze analyse verloopt volgens de door Modigliani en Miller (1958, 1963) gevestigde traditie waarin de waarde van een onderneming wordt opgevat als de som van enerzijds de waarde die er zou zijn indien de onderneming uitsluitend met eigen vermogen zou zijn gefinancierd, en anderzijds de gezamenlijke contante waarde van de financiële voordelen en nadelen die kunnen worden toegerekend aan de aanwezigheid van vreemd vermogen in de vermogensstructuur. Eén van de kernvraagstukken van het proefschrift is de invulling van deze 'leverage'-afhankelijke voor- en nadelen.

Uitgaande van een eenvoudig basismodel in de context van een geheel volkomen vermogensmarkt, toont Jonkhart in een bondige en elegante analyse wat de effecten zijn van de introductie van enkele 'imperfecties', t.w. de heffing van inkomstenbelasting van ondernemingen en het optreden van kosten bij faillissement. De conclusies stemmen uiteraard overeen met de uit de literatuur bekende resultaten: de waarde van de onderneming wordt bij een relatieve toename van de hoeveelheid vreemd vermogen positief beïnvloed door de fiscale aftrekbaarheid van interestlasten en negatief door de verwachte faillissementskosten, en de optimale vermogensverhouding zal steeds optreden bij minder dan volledige financiering met vreemd vermogen.

Interessant wordt het als in het *derde hoofdstuk* de leencapaciteit van de onderneming aan de hand van het zelfde basismodel wordt onderzocht. Deze analyse voert tot de belangrijke conclusie dat – bij de eerder vermelde imperfecties – de leencapaciteit van de onderneming steeds *groter* zal zijn dan de hoeveelheid vreemd vermogen die de onderneming zal willen aantrekken voor het realiseren van de optimale vermogensstructuur (terwijl tevens, als

gevolg van het bestaan van verwachte faillissementskosten, de leencapaciteit steeds beneden het punt van 100% financiering met vreemd vermogen zal liggen). Aan deze analyse in hoofdstuk 3 gaat overigens nog een uitgebreide en interessante bespreking vooraf van de belangrijkste literatuur op het gebied van de leencapaciteit.

Na het bereiken van de voorgaande voor het proefschrift belangrijke conclusies (pp. 57 en 58), worden in de volgende hoofdstukken enkele bijzondere aspecten van het vraagstuk en enige uitbreidingen van het model onderzocht. In *hoofdstuk 4* wordt de mogelijkheid geïntroduceerd dat de verschaffers van het reeds aanwezige vreemde vermogen de waarde van hun belegging onvoldoende hebben beschermd tegen 'expropriation' van de kant van de eigenaren/aandeelhouders ten gunste van de waarde van hun belang (d.w.z. doelbewuste investerings- of financieringsactiviteiten kunnen dan een verschuiving in de waarden van de bestaande beleggingen induceren, resulterend in een onvrijwillige waarde-overdracht van de bestaande crediteuren aan de eigenaren/aandeelhouders). Het onderwerp van het proefschrift leidt er toe dat de aandacht zich beperkt tot 'expropriation' door middel van veranderingen in de vermogensstructuur. Een uitgebreide analyse leidt o.m. tot de conclusie dat gangbare leningsclausules die een voorrangrecht voor de aanwezige crediteuren impliceren ('*me first rules*' door achterstelling van toekomstige crediteuren of door het stellen van zekerheden uit activa) geen afdoende bescherming kunnen bieden, indien geldt dat een eventueel toekomstig faillissement gepaard gaat met kosten. Aldus noopt deze aanwezigheid van verwachte faillissementskosten ertoe de bepaling van de optimale vermogensstructuur van de onderneming direct te relateren aan de waardemaximalisatie van het belang van de aandeelhouders (die nu niet langer overeen komt met de maximalisatie van de waarde van de onderneming als geheel, zoals in de vorige hoofdstukken werd aangenomen). Hiervan uitgaande voert de analyse tot de conclusie dat, als gevolg van de mogelijkheid tot 'expropriation' van crediteuren, de optimale vermogensstructuur nu *samenvalt* met de verhouding waarin de leencapaciteit volledig is benut. De omvang van de leencapaciteit wordt daarentegen *niet* beïnvloed door het ontbreken van een afdoende bescherming tegen 'expropriation'.

Hoofdstuk 5 onderzoekt de invloed van een 'conglomerate merger' (hier specifiek opgevat als een fusie van twee ondernemingen waarbij geen synergie optreedt in de sfeer van productie en verkoop) op het vermogen en vooral op de leencapaciteit van beide ondernemingen. Jonkhart geeft eerst een kritische bespreking van twee belangrijke benaderingen in de literatuur en geeft vervolgens op basis hiervan een eigen analyse. Daarin onderzoekt hij de invloed van een fusie op de gezamenlijke marktwaarde van het uitstaande vreemde vermogen van beide ondernemingen. De conclusie is dat deze marktwaarde – en daarmee ook de gezamenlijke leencapaciteit – onder bepaalde voorwaarden kan toenemen als gevolg van de hier bedoelde fusie. En vervolgens wordt afgeleid dat onder vergelijkbare voorwaarden ook de totale waarde van beide ondernemingen kan stijgen ten gevolge van de fusie (zoals hier bedoeld).

In het *zesde hoofdstuk* wordt een uitbreiding gegeven aan de aard en het aantal van de vermogensmarktonvolkomenheden in het gehanteerde model. Als eerste noemt Jonkhart de 'agency costs' die optreden bij het behartigen van de belangen van, in dit geval, de crediteuren. Deze kosten hebben volgens hem analytisch een zelfde effect als de verwachte faillissementskosten, en kunnen derhalve in het model worden opgevat als een uitbreiding van deze laatste kosten. Als tweede categorie worden besproken de emissie- en transactiekosten die gemaakt moeten worden bij het aantrekken van vreemd vermogen. Opname van deze kosten in het model van hoofdstuk 2 en 3 resulteert in een daling van de optimale 'leverage'-verhouding en een verlaging van de leencapaciteit. Tenslotte wordt opnieuw aandacht besteed aan de belastingheffing, nu door ook de belasting van het beleggersinkomen in de beschouwing te betrekken. Hier wordt uiteraard de benadering van Miller (1977) ten tonele gevoerd. Een evaluatie hiervan, mede aan de hand van verschenen literatuur ter zake, voert Jonkhart tot de conclusie dat het opnemen in het model van de inkomstenbelasting van beleggers een vermindering van het positieve belastingeffect op de vermogensstructuur betekent (d.w.z. de optimale vermogensstructuur zal relatief minder vreemd vermogen bevatten dan in het geval waarin alleen maar met de belastingheffing van ondernemingen wordt gerekend), zij het dat deze vermindering niet zo ver gaat als door Miller werd gesteld.

Aan het slot blijkt dat ook volgens de aldus

uitgebreide versie van het model de leencapaciteit van ondernemingen steeds *groter* zal zijn dan de hoeveelheid vreemd vermogen die nodig is voor een optimale vermogensstructuur. En ten aanzien van deze optimale vermogensstructuur concludeert Jonkhart dat – gelet op de richting waarin het getoonde model zich in het zesde hoofdstuk heeft ontwikkeld – 'there is a pretty good chance that the MM benefit-cost model of the capital structure (d.i. het basismodel zoals in hoofdstuk 2 geïntroduceerd – FMT), if properly extended to include all relevant capital market imperfections, may ultimately provide a full explanation of observed leverage ratios'. (Met enige herschikking geciteerd van p. 112.)

In *hoofdstuk 7* geeft de auteur een overzicht van het empirische onderzoek dat tot dusverre in de literatuur is gepresenteerd met betrekking tot het onderwerp van zijn studie. Zijn conclusie is dat 'the evidence in support of the theory of the capital structure is still rather weak and preliminary' (p. 134), maar dat desalniettemin 'the evidence suggests that capital structures indeed are relevant' (p.135), zulks in tegenstelling tot de oorspronkelijke hypothesen van Modigliani en Miller (1958) en Miller (1977). Ten aanzien van de leencapaciteit merkt Jonkhart op dat 'there is no evidence whatsoever with respect to the debt capacity of the firm' (p.135); maar dat had hij ook niet verwacht op grond van de eerder bereikte conclusies, die immers aangeven dat de leencapaciteit theoretisch geen knellende beperking vormt voor het bereiken van een optimale vermogensstructuur. In het afsluitende *achtste hoofdstuk* worden de voornaamste conclusies nog eens samengevat, gevolgd door een korte evaluatie van het bereikte resultaat.

Met zijn proefschrift heeft Jonkhart zich gegeven in de brede stroom van literatuur over het onderhavige onderwerp, die sinds Modigliani en Miller (1958) door de Anglo-Amerikaanse academische wereld vloeit. Aangezien deze stroom tot dusverre weinig vertakkingen naar onze omgeving kende, geldt deze dissertatie naar mijn mening als een belangwekkende aanvulling – weliswaar in de Engelse taal gesteld – van de in ons land verschenen literatuur op het gebied van de bedrijfseconomie. Jonkhart slaagt er in in een kort bestek, ca. 140 pp., een helder overzicht en een systematische analyse te geven van de belangrijkste literatuur die vooral in de zeventiger jaren over het onderwerp is verschenen. Met name zijn 'vertaling'

van de verschillende ontwikkelingen van de analyse in veranderingen of uitbreidingen van het basismodel geven zijn studie een strak en aantrekkelijk kader. Een kader waarbinnen hij tevens op enkele punten een eigen uitbreiding aan bestaande modellen weet aan te brengen. Jonkhart heeft gekozen voor een neoklassieke evenwichtsanalyse en toont een grote bedrevenheid in de daarbij behorende wijze van redeneren. Het betoog is steeds bondig en ter zake. Een uitdrukkelijke vermelding verdient m.i. ook de zorgvuldige uitvoering van tekst en formules.

Het lijkt mij dat de lezers van dit boek in eerste instantie niet buiten de academische wereld moeten worden gezocht. Zij die niet vertrouwd zijn met een formele marginalistische analyse binnen geïdealiseerde marktomstandigheden, zullen weinig vreugde aan de tekst beleven. Maar voor hen die enigszins op de hoogte zijn (gebleven) met de financiële theorie biedt het boek een waardevol overzicht van recente ontwikkelingen.

Mijn in het voorgaande geuite waardering voor de dissertatie laat overigens ruimte voor een aantal kanttekeningen. Ik beperk mij tot vier punten.

1. In de lijn van het betoog lijken de hoofdstukken 4 en 5 er wat 'bij te hangen'. Dit valt mij vooral op bij de afsluiting van hoofdstuk 4 (pp. 80-81). Constaterend dat voorrangsclausules geen volledige bescherming geven tegen 'expropriation', keert Jonkhart het probleem om en vraagt zich af hoe het dan verklaarbaar is dat dergelijke clausules bestaan (gegeven het feit dat er alternatieven denkbaar zijn die wel een afdoende bescherming kunnen bieden). Zijn suggestie is dat we hiertoe het effect van 'agency' kosten zullen moeten onderzoeken op grond waarvan aspirant-crediteuren, via een kostenafweging, kennelijk genoeg nemen met onvolledig beschermende clausules. Vraagt de lezer zich dan af wat dit betekent voor het model van de optimale vermogenstructuur, dan stuit hij/zij in hoofdstuk 6 (p. 103) op het korte commentaar dat rationele crediteuren niet alleen de eng gedefinieerde 'agency' kosten zullen doorberekenen aan de eigenaren/aandeelhouders (in de vorm van een disagio op de marktwaarde van het vreemde vermogen dat zij bereid zijn op te brengen), maar daarin óók de verwachte 'expropriation' verliezen zullen betrekken. Aldus levert 'expropriation' voor de eigenaren/aandeelhouders geen netto voordeel meer op, en lijkt achteraf de analyse

in hoofdstuk 4 wel wat overbodig (en is met name de voetnoot 19 op p. 80 'verdacht'). Zou daarentegen het probleem van hoofdstuk 4 wél relevant blijven, dan gaat de analyse in hoofdstuk 6 kennelijk aan een belangrijk aspect voorbij aangezien daar waardemaximalisatie van de onderneming als geheel in het model wordt toegepast (terwijl die immers volgens hoofdstuk 4 niet meer equivalent is met waardemaximalisatie van het belang van de eigenaren/aandeelhouders). Op dit punt schiet naar mijn mening de integratie in het proefschrift tekort.

2. In de inleiding op zijn studie stelt Jonkhart uitdrukkelijk zijn analyses te beperken tot één periode (p.7). Hij voegt daar evenwel terstond aan toe dat 'although this context may seem to be severely restrictive at first glance, the model developed in this setting can be reinterpreted in multiperiod terms in a number of ways' en refereert dan aan twee mogelijke benaderingen. Naar mijn oordeel wordt hiermee het meer-perioden probleem wel erg snel onder het kleed geveegd. Want ik denk dat het niet zo simpel ligt. Bijvoorbeeld: hoe kunnen de fundamentele optimaliteitsvoorwaarden (zoals vergl. (2.32) op p. 32, en vele andere) worden geïnterpreteerd als de variabele Y een vector is? Hoe moet de analyse bij een toekomstige mogelijkheid van faillissement (pp. 20 e.v., en op diverse andere plaatsen) worden geherinterpreteerd? Hoe moet het verschijnsel van verschillende looptijden van vreemd vermogen worden ingepast (dit wordt relevant bij de introductie van bepaalde imperfecties)? Etc. De beperking tot één periode lijkt mij toch wel erg bepalend voor de haalbaarheid van de analyse. Zeker ook in het licht van de tweede stelling die bij het proefschrift is gevoegd: 'De financieringstheorie biedt voorsnog geen bevredigend meerperioden model voor het waarderen van onzekere inkomensstromen onder de veronderstelling van risico-aversiteit'.

3. De derde kanttekening betreft de inhoud die Jonkhart geeft aan het begrip leencapaciteit. Dit begrip is historisch vooral verbonden aan het werk van Donaldson (1961), dat Jonkhart ook bespreekt in hoofdstuk 4. In Donaldsons benadering wordt de omvang van de leencapaciteit van een onderneming vooral bepaald door de houding van de ondernemingsleiding jegens de kans op illiquiditeit. Jonkhart kiest evenwel voor een 'externe' bepaling van de leencapaciteit, uitgaande van de bereidheid van crediteuren op de vermogensmarkt. En het

criterium wordt waardemaximalisatie in plaats van het handhaven van een aanvaardbare kans op illiquiditeit.

Een zorgvuldige evaluatie van de in het proefschrift gegeven argumentatie ter zake zou hier te veel ruimte vergen. Maar één aspect van de redenering wil ik toch wel belichten. Op p. 54 stelt de auteur dat, indien de leencapaciteit zou worden opgevat als de meest knellende van de leenbepkeringen zoals die worden gezien door resp. leiding, eigenaren/aandeelhouders en crediteuren, het voor de hand ligt dat de leencapaciteit steeds overeen zal komen met de feitelijk aanwezige hoeveelheid vreemd vermogen, aangezien de optimale hoeveelheid vreemd vermogen per definitie gelijk is aan de aldus gedefinieerde leencapaciteit. 'Such a theory would be perfectly circular and can hardly be expected to contribute to our insights into the problem at hand, i.e. the potential conflict of interest between the shareholders and the bondholders as reflected in the difference between the firm's pursued debt policy and the amount of debt it can get.' Maar aldus wordt een, wellicht uiterst relevant, aspect van de problematiek weggedefinieerd! Want het zou uiteraard zeer wel mogelijk kunnen zijn dat het de leiding is die met een gewenste begrenzing van de gebruikte hoeveelheid leenvermogen (naast eventueel het handhaven van een gedeelte ongebruikte leencapaciteit) de meest knellende factor aandraagt. Laat dat dan slechts ruimte voor tautologische analyse, zoals Jonkhart suggereert? Geenszins, want het gaat er dan uiteraard om de factoren op te sporen die de feitelijk geldende inleenbepkering verklaren. En dat zou o.m. een analyse kunnen vergen van de wijze waarop organisaties hun financiering plannen. Een interessante aanzet om op deze wijze de leencapaciteit te onderzoeken heeft de auteur overigens in een eerdere publicatie gegeven, zie Jonkhart (1977).

Nu gebiedt de zorgvuldigheid mij terstond bij deze kanttekening aan te tekenen dat in dit proefschrift een dergelijke benadering niet kan worden verwacht. De veronderstellingen waarop de analyse berust (zie pp. 5-6) sluiten dit aspect van het probleem zonder meer uit. Maar welke betekenis blijft er dan over voor het resultaat van de analyse?

4. Dat brengt mij bij de laatste en tevens meest fundamentele kanttekening: welk probleem is er eigenlijk in de dissertatie aan de orde? En derhalve: wat kan de relevantie zijn van de bereikte resultaten?

Bij het overdenken van deze fundamentele vragen kan ik de verleiding niet weerstaan aan te sluiten bij het inleidende commentaar dat Jonkhart zelf geeft bij zijn recent gepubliceerde samenvatting in dit blad; zie Jonkhart (1981), p. 212. 'Een goochelaar kan een konijn pas dan uit een hoed laten komen wanneer hij het eerst (...) zelf in de hoed heeft gestopt. (...) Het probleem van de goochelaar vertoont grote overeenkomst met de moderne theorievorming rond de vermogensstructuur van de onderneming. Evenals bij de goochelaar is het beoogde resultaat bekend: uit de hoed moeten extremen van functies tevoorschijn komen, zodat de hoed zelf op de een of andere wijze marginale kosten en marginale opbrengsten zal moeten bevatten die dan vervolgens aan elkaar gelijk gesteld kunnen worden.' En hij besluit, de resultaten van zijn studie overziende: 'Voorlopig lijkt de voornaamste vraag dus toch hoe het konijn in de hoed te krijgen' (t.a.p., p. 219). Een vermakelijke formulering van onschuldige zelfspot door een wetenschapsbeoefenaar? Het zou méér dan dat kunnen zijn. Want wat gebeurt er *in essentie* in een studie als de onderhavige? Er worden een aantal vergaande veronderstellingen geponereerd, resulterend in een kunstmatige voorstelling van het gedrag van beleggers, managers en organisaties, geplaatst in een ideaaltypische vermogensmarkt met o.m. een fictieve tijdsdimensie, informatiedistributie, etc. Zie in het proefschrift de reeks aannamen op pp. 5 en 6. Met het aldus geschapen mechanisme worden logisch-deductieve bewerkingen verricht, net zo lang sleutelend aan onderdelen tot het resultaat voldoende aansluit bij de in de werkelijkheid waarneembare financieringsverhoudingen. Het is in deze studie, evenals in alle andere, nog niet helemaal gelukt, maar de auteur heeft goede hoop dat 't zal lukken als we het maar lang genoeg blijven proberen.

Ik haast mij toe te geven dat dit beeld nogal gechargeerd is. Zo wordt in vele gevallen, zeker ook in de onderhavige studie, bij het zoeken naar op te nemen marktimperfecties zorgvuldig gebruik gemaakt van terugkoppelingen uit empirisch onderzoek. Maar in essentie blijft de gelijkensis met de goocheltruc zich opdringen: wat we er ook in stoppen, er moeten marktwaarden worden gemaximaliseerd onder het uitspreken van de neoklassieke toverformule 'er zij evenwicht!' Vanwaar de dwangmatige neiging alle financieringsverschijnselen uitsluitend te beschouwen als een gevolg van de magische krachten der waardemaximalisatie? Het stellen van deze vraag is volstrekt geen

originele daad. Een genuanceerde beschouwing ervan zou ver buiten het bestek van deze bespreking vallen. Voorbijgaand aan methodologische en wetenschapsfilosofische nuances beperk ik mij tot de in het voorgaande gehanteerde beeldspraak. En dan dringt zich, een studie als die van Jonkhart overziende, het gevoel op dat een belangrijke reden voor het op voorhand beperken van de analyse tot datgene wat uit de marktwaardemaximalisatie kan 'rollen', gelegen is in het feit *dat anders de goocheltruc niet meer op gaat*. De trucendoos van de financieringstheoreticus is krachtig, maar beperkt. Het laten werken ervan lijkt een belangrijke richtingbepalende factor te vormen voor het onderzoek. Wat dat betreft zit het met betrekking tot het onderwerp van Jonkharts studie voorlopig wel goed, blijkens zijn opmerking dat 'preliminary evidence on the whole seems to suggest that the profession is working in a promising direction' (p. 135). Maar of we van alle aspecten van het onderwerp werkelijk zoveel mogen verwachten, is bij nader inzien de vraag. Want op p. 140 kan men – misschien moet ik toevoegen: zo men wil – duidelijke twijfel lezen als het gaat om de vraag wat we nu eigenlijk aan de weet zijn gekomen over de leencapaciteit: 'Intuitively one is inclined to say that there must be 'something else' which cannot be explained within the framework of the foregoing study'. Waarbij ik moge verwijzen naar de voorgaande (derde) kanttekening.

Het zal duidelijk zijn dat het in het voorgaande om een probleem gaat dat fundamenteel is voor de gehele onderhavige studie. Beter gezegd: een probleem dat fundamenteel is voor een groot deel van de moderne financieringstheorie. Een vraagstuk waarover reeds veel is geschreven (vooral ook buiten de financierings'discipline') en waarvan de oplossing voorsnog niet duidelijk is – zo er een eendui-

dige oplossing te verwachten zou zijn.

Het zou uiteraard niet erg redelijk zijn het als een tekortkoming van zijn dissertatie aan te merken dat Jonkhart dit vraagstuk niet 'even' heeft opgelost. Maar ik meen wel dat in het proefschrift een iets uitvoeriger aandacht voor de kennis-theoretische en methodologische 'positie' van de analyse gewenst zou zijn. De thans aanwezige opmerkingen op pp. 4-5 en 115-116 zijn wel erg summier in verhouding tot het essentiële belang van dit aspect.

Ter afsluiting zij herhaald dat de voorgaande kanttekeningen niet strijden met mijn waardering voor de onderhavige publicatie. Gegeven de huidige stand en werkwijze van een belangrijk deel van 'het vak' toont Jonkhart in zijn dissertatie een zeer gedegen vakmanschap.

Aangehaalde literatuur:

Donaldson, G., 1961 *Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, Mass.

Jonkhart, M.J.L., 1977, Leencapaciteit in het kader van de financiële structuur van de onderneming, *M.A.B.* 51, pp. 493-506.

Jonkhart, M.J.L., 1981, De vermogensstructuur van de onderneming, *M.A.B.* 55, pp. 212-219.

Miller, M.H., 1977, Debt and taxes, *Journal of Finance* 32, pp. 261-275.

Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, pp. 261-297.

Modigliani, F. and M.H. Miller, 1963, Corporation income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review* 53, pp. 433-443.

drs. F.M. Tempelaar