

De determinanten van het verstrekken van leverancierskrediet in Nederland

Edwin Dekker en Jeroen Ligterink

SAMENVATTING Nederlandse ondernemingen verstrekken relatief veel leverancierskrediet. In dit artikel bespreken we allereerst de economische rol die het verstrekken van leverancierskrediet kan hebben. Vervolgens onderzoeken wij het belang van verschillende (operationele) motieven in een empirisch onderzoek onder 612 Nederlandse industriële ondernemingen.

1 Inleiding

Leverancierskrediet is een van de belangrijkste financieringsvormen voor ondernemingen. In Nederland financierden beursgenoteerde niet-financiële ondernemingen in 1997 gemiddeld 14,2% van hun totale activa met openstaande crediteuren, terwijl zij voor gemiddeld 32,2% van hun totale vermogen aan openstaande debiteuren hadden uitstaan. In vergelijking met de Verenigde Staten en Duitsland is het belang van leverancierskrediet in Nederland hoog (zie Saunders en Schmeits, 2001, p. 21). Toch besteedt de huidige financieringsliteratuur relatief weinig aandacht aan dit fenomeen.

In dit artikel onderzoeken wij de belangrijkste motieven van Nederlandse ondernemingen om leverancierskrediet te verstrekken. Deze motieven zijn in grofweg twee groepen in te delen: financiële en operationele motieven. Financiële motieven gaan ervan uit dat een leverancier relatief gunstig (ten opzichte van andere financiers) krediet kan verstrekken. Dit comparatief voordeel kan voortkomen uit een informatievoordeel dat leveranciers hebben, bijvoorbeeld uit het betaalgedrag van hun klanten of met betrekking tot het uitwinnen van goederen op het moment dat een afnemer failliet gaat.

E. Dekker is student aan de Universiteit van Amsterdam.
Dr. J.E. Ligterink is hoofddocent financiering aan de Finance Group van de Universiteit van Amsterdam.

Operationele motieven gaan er daarentegen van uit dat het verstrekken van leverancierskrediet de onderneming helpt in haar bedrijfsvoering. Voorbeelden hiervan zijn: het opvangen van seizoensfluctuaties door met betalingscondities de vraag te beïnvloeden, het kunnen toepassen van prijsdiscriminatie, en leverancierskrediet kan als een soort garantie functioneren om de afnemer de tijd te gunnen de kwaliteit van het product te laten verifiëren.

Empirisch onderzoek naar deze motieven is relatief schaars. Een belangrijke oorzaak is dat bepaalde motieven alleen getoetst kunnen worden met zeer specifieke contractgegevens over de wijze waarop leverancierskrediet wordt verstrekt¹. Deze data zijn vaak niet voorhanden. Maar ook met relatief gemakkelijk te verkrijgen data zijn motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet weinig onderzocht. Wij vullen deze leemte. Op basis van accountinginformatie uit REACH testen wij de relevantie van de verschillende motieven voor 612 industriële ondernemingen in Nederland over de periode 1998-2000. Overeenkomstig eerder onderzoek van Deloof en Jegers (1996) voor Belgische ondernemingen en Long, Malitz en Ravid (1993) en Petersen en Rajan (1997) voor Amerikaanse ondernemingen concentreren wij ons in dit artikel met name op operationele motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet. Gegeven het belang van leverancierskrediet voor Nederlandse ondernemingen is het interessant om te kijken of deze motieven ook hier een rol spelen.

De opzet van dit artikel is als volgt. In paragraaf 2 geven wij een overzicht van de belangrijkste motieven voor het gebruik van leverancierskrediet en bespreken wij de inzichten uit de empirische literatuur hieromtrent. Hieruit leiden wij hypotheses af. In paragraaf 3 bespreken wij de data en de methodologie van het onderzoek. Vervolgens bespreken wij in paragraaf 4 de resultaten van ons onderzoek. In paragraaf 5 sluiten wij af met een korte samenvatting en conclusies.

2 Motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet

In deze paragraaf beschrijven wij de belangrijkste motieven om leverancierskrediet te verstrekken zoals die in de financieringsliteratuur zijn geïdentificeerd. Wij richten ons daarbij met name op de operationele motieven². In paragraaf 2.1 bespreken wij de belangrijkste operationele motieven. Paragraaf 2.2 beschrijft vervolgens de resultaten van empirisch onderzoek naar deze operationele motieven.

2.1 Operationele motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet

In de financieel-economische literatuur worden verschillende operationele motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet gegeven. Deze motiveren het verstrekken van leverancierskrediet als middel om de bedrijfsvoering te verbeteren. Achtereenvolgens bespreken wij de mogelijkheid dat leverancierskrediet wordt gebruikt

- 1 om prijsdiscriminatie toe te passen;
- 2 als garantie te functioneren om de kwaliteit van de geleverde goederen te evalueren; en
- 3 om fluctuaties in de vraag op te vangen.

2.1.1 Prijsdiscriminatiemotief

Het verstrekken van leverancierskrediet geeft een leverancier allereerst de mogelijkheid om prijsdiscriminatie toe te passen (Brennan, Maksimovic en Zechner, 1988; Petersen en Rajan, 1997). Door leverancierskrediet te verstrekken kan korting worden gegeven zonder dit in de verkoopprijs tot uitdrukking te laten komen. Daarmee beïnvloedt het niet de bestaande verkopen. Aangezien de voorwaarden waaronder een onderneming leverancierskrediet verschaft niet sterk afhankelijk zijn van de kredietwaardigheid van een afnemer, profiteren met name de meer kredietgerantsoeneerde ondernemingen³. Door het verstrekken van (gesubsidieerd) leverancierskrediet kunnen zo extra klanten worden bereikt, zonder de verkoopprijzen te hoeven verlagen. Indien de meer risicovolle leners zich bevinden in het meest prijselastische segment van de markt, kan dit leiden tot een extra rendement voor de verkoper. Daarbij geldt dat hoe hoger de winstmarge, hoe beter een onderneming in staat is een verlies op het krediet te accepteren en hoe meer een onderneming geneigd is leverancierskrediet te verschaffen (Petersen en Rajan, 1997).

Daarnaast kan de onderneming die leverancierskrediet verstrekt, willen discrimineren met het oog op in de

toekomst te behalen winsten van de cliënt. Met name als een onderneming baat heeft bij het overleven van een cliënt zal zij bereid zijn om de cliënt aan meer krediet te helpen. Dit suggereert dat hoe langer de relatie met de afnemer, hoe meer een leverancier bereid is leverancierskrediet te verstrekken. Langdurige relaties tussen leveranciers en afnemers leiden ertoe dat de 'afhankelijke' leveranciers geneigd zijn om eerder concessies te verlenen in schuldonderhandelingen dan onafhankelijke leveranciers (zie ook Petersen en Rajan, 1995)⁴.

2.1.2 Het kwaliteitsgarantiemotief

Smith (1987), Lee en Stowe (1993), en Long, Malitz en Ravid (1993) laten zien dat leverancierskrediet voor de afnemer kan functioneren als een garantie op de kwaliteit van de producten. Door leverancierskrediet te verstrekken voor de periode die een afnemer nodig heeft om de kwaliteit van het product te verifiëren, kunnen leveranciers met een hoge kwaliteit zich onderscheiden. Leverancierskrediet zorgt ervoor dat leveranciers met een product van lage kwaliteit moeilijker het product kunnen verkopen als zijnde een product van hoge kwaliteit. Contante verkopen komen alleen nog voor bij leveranciers die een hoge reputatie hebben met betrekking tot de kwaliteit van het geleverde product. Een leverancier met een hoge reputatie is immers minder snel geneigd om zich niet aan de verplichtingen van het verkoopcontract te houden. Leveranciers met een product van hoge kwaliteit, maar zonder reputatie, kunnen zich alleen onderscheiden door het verstrekken van leverancierskrediet. Dit is met name relevant indien de kwaliteit van de goederen vooraf moeilijk te beoordelen is.

Op basis van dit argument zullen bedrijven met relatief kwalitatief hoogwaardige producten een langere krediettermijn hanteren. Het impliceert verder dat kleinere leveranciers meer moeilijkheden ondervinden bij het opbouwen van een reputatie dan grotere ondernemingen. Grote ondernemingen hebben vaak al een reputatie opgebouwd en hun productkwaliteit is ook beter bekend. Grote ondernemingen zullen dus minder geneigd zijn om leverancierskrediet te verlenen dan kleine ondernemingen.

2.1.3 Opvangen fluctuaties in de vraag

Met leverancierskrediet kan de onderneming haar voorraden (verkopen) beter sturen (bijvoorbeeld bij seizoensfluctuaties) door in bepaalde periodes met langere betalingstermijnen klanten aan te trekken en in andere periodes deze betalingstermijnen juist weer te verkorten. Op deze manier is het ook mogelijk voor een

leverancier economische schokken op te vangen. Deze strategie is uiteraard alleen mogelijk wanneer het voor de afnemer economisch gezien rendabel is om de extra voorraden op te slaan en deze kosten lager zijn dan de kosten voor de leverancier om het productieschema op de seizoensinvloeden aan te passen (zie Emery, 1988)⁵.

2.2 Resultaten van empirisch onderzoek naar leverancierskrediet

Wij concentreren ons in eerste instantie op onderzoeken die gebruikmaken van gegevens uit het financiële jaarverslag van individuele ondernemingen⁶. Dit betreft de onderzoeken van Long, Malitz en Ravid (1993) voor de Verenigde Staten en Deloof en Jegers (1996) voor België. Daarnaast besteden wij aandacht aan het onderzoek van Petersen en Rajan (1997).

Long, Malitz en Ravid (1993) onderzoeken 356 industriële Amerikaanse bedrijven en maken gebruik van de database Compustat over de periode van 1985-1987. Zij concentreren zich met name op de vraag in hoeverre leverancierskrediet wordt gehanteerd als garantie voor de geleverde kwaliteit. Zij vinden dat kleine bedrijven, bedrijven met een langere productietijd en ondernemingen die goederen produceren die meer tijd vragen om de kwaliteit te evalueren, een hogere debiteurentermijn hebben. Zij vinden verder nog dat bedrijven met een hogere debiteurentermijn dit financieren met kortetermijnfinanciering; crediteuren en kortetermijnleningen. Zij zien dit als ondersteuning van het kwaliteitsgarantiemotief; ondernemingen verhogen op deze wijze de impliciete kosten van leverancierskrediet waardoor ze het moeilijker maken voor andere ondernemingen om het 'signalling' gedrag te kopiëren⁷. Ten slotte vinden ze nog dat bedrijven die worden geconfronteerd met een meer volatiele vraag meer leverancierskrediet verlenen dan ondernemingen met een stabiele vraag. Dit suggereert dat ondernemingen leverancierskrediet hanteren om hun omzet te stabiliseren.

Ook Deloof en Jegers (1996) concentreren zich in hun empirisch onderzoek op het kwaliteitsgarantiemotief. Zij richten zich op de grootste 681 Belgische ondernemingen, waarvan 393 industriële en 288 ondernemingen uit de groothandel en distributie. Voor industriële ondernemingen tonen zij met een univariate test aan dat de omlooptijd van de verkochte goederen (als indicatie van de lengte van de productiecycclus) positief gecorreleerd is aan de mate waarin leverancierskrediet wordt verleend. Het blijkt dat de mate waarin industriële ondernemingen kort vreemd vermogen aantrekken ter financiering sterk positief gerelateerd is aan het verleende

leverancierskrediet. Producenten van high tech-producten verlenen verder significant meer leverancierskrediet en producenten van zogenaamde bederfelijke goederen verlenen minder leverancierskrediet.

Petersen en Rajan (1997) onderzoeken 3404 overwegend kleine Amerikaanse ondernemingen⁸. Zij richten zich in hun onderzoek met name op de vraag of leverancierskrediet wordt gebruikt om prijsdiscriminatie toe te passen. Uit hun onderzoek blijkt dat ondernemingen met een hogere brutowinstmarge meer leverancierskrediet verstrekken dan ondernemingen met een lage brutowinstmarge. Dit ondersteunt de hypothese dat leverancierskrediet wordt gebruikt om prijsdiscriminatie toe te passen. Zij vinden verder dat de verkopen van een onderneming negatief zijn gecorreleerd met het verleende leverancierskrediet. Bovendien blijkt dat indien de groei van de omzet negatief is geweest ondernemingen eveneens meer leverancierskrediet verlenen. Ondernemingen hanteren leverancierskrediet kennelijk als strategisch middel om de verkopen te stimuleren. Petersen en Rajan (1997) vinden verder dat ondernemingen die een goede toegang tot financiële markten hebben meer leverancierskrediet verlenen. Grotere en oudere ondernemingen en ondernemingen met een hogere kredietfaciliteit verstrekken eveneens meer leverancierskrediet⁹. Dit is in strijd met het kwaliteitsgarantiemotief; deze impliceert juist dat kleine, jonge ondernemingen méér leverancierskrediet verstrekken omdat deze juist niet over een reputatie beschikken¹⁰. De nettowinst vertoont daarentegen een negatief verband met het verstrekte leverancierskrediet. Dit lijkt strijdig met het voorgaande; ondernemingen met een hoge nettowinst genereren veel interne kasmiddelen en daarmee zou je verwachten dat ze relatief goedkoop leverancierskrediet kunnen verstrekken. Echter het gevonden verband is negatief. Nader onderzoek leert dat enerzijds sterke groeiers, die daarbij een negatieve winst laten zien, omzet kopen door meer leverancierskrediet te verstrekken, maar ook dat ondernemingen met een negatieve groei van de omzet en negatieve winst meer leverancierskrediet verstrekken. Dit laatste zou kunnen voortkomen uit het feit dat afnemers van ondernemingen in financiële problemen steeds slechter betalen.

3 Data en methodologie

3.1 Hypotheses

Op basis van de inzichten uit de literatuur zoals uiteengezet in de vorige paragraaf en de beschikbare data richten wij ons onderzoek op de volgende drie vragen:

- a in hoeverre wordt leverancierskrediet gebruikt als garantie voor de kwaliteit van de verstrekte goederen;
- b in hoeverre wordt leverancierskrediet gebruikt voor prijsdiscriminatie;
- c in hoeverre wordt leverancierskrediet gebruikt om de fluctuaties in de vraag op te vangen.

Tabel 1 geeft aan hoe deze onderzoeksvragen leiden tot concrete hypotheses.

Tabel 1. Onderzoekshypotheses

	relevantie met betrekking tot onderzoeksvraag	
hypothese 1	A	Producenten van hoge kwaliteitsproducten (lange productiecycclus) verstrekken langer leverancierskrediet dan ondernemingen met producten van een lage kwaliteit (korte productiecycclus).
hypothese 2	A	Kleine ondernemingen verstrekken meer leverancierskrediet dan grote ondernemingen.
hypothese 3	A	Ondernemingen van goede kwaliteitsproducten financieren leverancierskrediet met kort vreemd vermogen en crediteuren.
hypothese 4	A	Ondernemingen die goederen produceren waarvoor het moeilijk en tijdrovend is om de kwaliteit te beoordelen, verstrekken leverancierskrediet over langere periode.
hypothese 5	B	Ondernemingen met een goede liquiditeitspositie verlenen leverancierskrediet voor een langere termijn.
hypothese 6	B	Ondernemingen met een hoge brutowinstmarge verstrekken meer leverancierskrediet dan ondernemingen met een lage brutowinstmarge.
hypothese 7	B	Ondernemingen met afnemende verkopen verstrekken meer leverancierskrediet.
hypothese 8	B	Ondernemingen die goede toegang hebben tot de vermogensmarkt verstrekken meer leverancierskrediet dan ondernemingen die dit niet hebben.
hypothese 9	C	Ondernemingen met meer variatie in de vraag verstrekken meer leverancierskrediet.

3.2 Data

Wij onderzoeken de determinanten van leverancierskrediet voor Nederlandse industriële ondernemingen over 1998-2000¹¹. Wij richten ons expliciet op een relatief homogene groep, omdat wij voor deze ondernemingen verwachten dat het kwaliteitsgarantiemotief relevant is en het de vergelijkbaarheid met eerdere studies eenvoudiger maakt. Na deze selectie en het criterium dat er voldoende gegevens zijn over de periode 1998-2000 blijven er 612 ondernemingen over¹². Alle data zijn afkomstig uit REACH.

In navolging van Deloof en Jegers (1996) en Long, Malitz en Ravid (1993) gebruiken we de debiteurentermijn (DSO ofwel 'Days Sales Outstanding') als te verklaren variabele. Deze is gedefinieerd als debiteuren/ (bedrijfsopbrengsten/365 dagen). Om overmatige ruis uit de data te filteren, nemen wij voor de debiteurentermijn en alle verklarende variabelen (met uitzondering van SALES; deze is gedefinieerd als de groei van de verkopen over 1998 tot en met 2000) steeds het gemiddelde van de eindejaarscijfers over de periode 1998-2000.

Tabel 2 geeft een overzicht van de ondernemingsspecifieke variabelen die wij in dit onderzoek gebruiken, gerelateerd aan de verschillende hypothesen. Deze variabelen zijn ook gebruikt in onderzoek van Petersen en Rajan (1997), Long, Malitz en Ravid (1993) en Deloof en Jegers (1996).

Voor het toetsen van de hypothese dat leverancierskrediet wordt gebruikt als kwaliteitsgarantie hanteren wij acht variabelen. Als proxy voor de kwaliteit van de goederen gebruiken wij twee proxies voor de lengte van het productieproces; de omloopsnelheid van de activa (TURNOVER) en de variabele (ORDER) gedefinieerd als onderhanden werk/verkopen. Wij gaan er daarbij vanuit dat hoe langer het productieproces, hoe hoger de kwaliteit van de goederen. Wij verwachten derhalve een negatief verband tussen de omloopsnelheid van de activa (TURNOVER) en de debiteurentermijn en een positief verband tussen de variabele ORDER en de debiteurentermijn (DSO). Omdat grote bedrijven over het algemeen eerder een reputatie hebben opgebouwd dan kleine ondernemingen is het voor deze bedrijven minder nodig om leverancierskrediet te verstrekken. Voor de variabele SIZE, gedefinieerd als de natuurlijke logaritme van de totale activa minus debiteuren minus financiële vaste activa, verwachten wij dan ook een negatief verband met de debiteurentermijn (DSO).

Tabel 2. Overzicht van alle gehanteerde variabelen met het verwachte verband met de debiteurentermijn (DSO)

Hypothese	Variabelen	Omschrijving (conform REACH database)	Verwachte correlatie
	DSO	handelsdebiteuren / (bedrijfsopbrengsten / 365 dagen)	
H1	TURNOVER	bedrijfsopbrengsten / (totale activa – vorderingen – financiële vaste activa)	-
H1	ORDER	onderhanden werk / bedrijfsopbrengsten	+
H2	SIZE	ln(totale activa – vorderingen – financiële vaste activa)	-
H3	BORROW	kortlopende schulden / bedrijfsopbrengsten	+
H3	DPO	handelscrediteuren / (bedrijfslasten / 365 dagen)	+
H4	INTANG	immateriële vaste activa (exclusief goodwill) / bedrijfsopbrengsten	+
H4	HIGH	dummy: 1 voor technische goederen	+
H4	LOW	dummy: 1 voor aan bederving onderhevige goederen (perishable goods)	-
H5	LIQUID	gem. jaarlijkse cashflow / (totale activa – vorderingen – financiële vaste activa)	+
H5	NET PROFIT	nettowinst/omzet	+
H6	MARGIN	brutowinstmarge (%)	+
H7	SALES	bedrijfsopbrengsten (% verschil tussen 1998 en 2000)	-
H8	LIFE	aantal jaren dat de onderneming actief is in 2000	+
H8	LISTED	beursnotering	+
H9	VARIAB	standaarddeviatie omzet in afgelopen zes jaar/gemiddelde omzet zes jaar	+

Het kwaliteitsgarantiemotief stelt verder dat hoe hoger de impliciete kosten van leverancierskrediet, hoe moeilijker het wordt voor ondernemingen van slechte kwaliteit om ondernemingen met producten van goede kwaliteit te kopiëren. Bedrijven die weten dat ze goede producten verkopen, kunnen de impliciete kosten van leverancierskrediet verhogen door deze met (kort) vreemd vermogen (BORROW gedefinieerd als kort vreemd vermogen/totale verkopen) of met crediteuren te financieren. Wij verwachten daarom een positief verband van de variabele BORROW en de crediteurentermijn (DPO ofwel ‘Days Payable Outstanding’) met de debiteurentermijn.

De vierde hypothese stelt dat bedrijven die producten verkopen waarvoor een langere tijd nodig is om de kwaliteit te controleren, eveneens een langere debiteurentermijn hanteren. Hiervoor hanteren wij twee dummyvariabelen. HIGH is een dummyvariabele die de waarde één heeft indien de onderneming high tech-goederen produceert en nul in alle andere gevallen. LOW is een dummyvariabele die de waarde 1 heeft indien de onderneming gemakkelijk observeerbare (bederfelijke) goederen produceert en anders de waarde nul heeft. Voor de dummy HIGH verwachten wij een positief verband met de debiteurentermijn (DSO) en voor de dummy LOW een negatief verband. Ten slotte gebruiken wij hiervoor ook nog de proxy INTANG (immateriële

vaste activa exclusief goodwill/omzet). Ondernemingen die meer investeren in immateriële vaste activa om hun verkopen te realiseren, produceren naar verhouding meer high tech-goederen. Een hoge INTANG betekent dat de onderneming moeilijk te beoordelen producten maakt. Dit laatste suggereert dan ook een positief verband tussen INTANG met de debiteurentermijn, zodat de afnemer de kwaliteit van de producten kan beoordelen.

Als tweede mogelijke verklaring voor het verstrekken van leverancierskrediet is prijsdiscriminatie genoemd. Evenals Petersen en Rajan (1997) gebruiken wij hiervoor als proxy de brutowinstmarge. Indien bedrijven over een hogere brutowinstmarge (MARGIN) beschikken, zijn zij meer gemotiveerd om extra verkopen te realiseren en zullen zij derhalve eerder leverancierskrediet inzetten. Wij verwachten derhalve een positief verband tussen de brutowinstmarge en de debiteurentermijn.

Bedrijven met een betere toegang tot financiële markten dan hun afnemers zullen eerder leverancierskrediet verstrekken. Hiervoor verwachten wij van de hoeveelheid liquide middelen (LIQUID) gedefinieerd als de gemiddelde jaarlijkse cashflow gedeeld door totale activa minus debiteuren minus financiële vaste activa en van de nettowinstmarge (NET PROFIT) een positief verband met de debiteurentermijn (DSO). Het is van belang op te merken dat conform het kwaliteitsgarantiemotief wij juist een negatief verband verwachten. De beschikbare hoeveelheid liquide middelen verlaagt immers de impliciete kosten van leverancierskrediet. Oudere (maar ook grotere) ondernemingen kunnen over het algemeen gemakkelijker financiële middelen aantrekken. Doordat zij over minder investeringsmogelijkheden beschikken zijn zij eerder geneigd leverancierskrediet te verstrekken in vergelijking met jongere ondernemingen zonder een dergelijke reputatie. Ook beursgenoteerde ondernemingen (LISTED) hebben een betere toegang tot de financiële markt. Vanuit dit perspectief verwachten wij een positief verband tussen leverancierskrediet en leeftijd (LIFE), grootte (SIZE) en beursnotering (LISTED) met de debiteurentermijn van de onderneming (hypothese 8)¹³.

Indien ondernemingen last hebben van stagnerende en/of afnemende verkopen kunnen zij leverancierskrediet gebruiken om hun verkopen te stimuleren. Wij gebruiken hiervoor de groei van de omzet (SALES) en verwachten een negatief verband met de debiteurentermijn (DSO). De fluctuatie in de omzet (VARIAB) wordt gehanteerd als maatstaf voor de onzekerheid in de vraag. Indien de debiteurentermijn wordt gebruikt om fluctuaties in de

vraag op te vangen, verwachten wij een positief verband met deze variabele (hypothese 9).

In het vervolg onderzoeken wij eerst of deze variabelen voor de groep ondernemingen met een korte debiteurentermijn (dat wil zeggen alle ondernemingen met DSO lager dan de mediaan) significant van elkaar verschillen als wij deze vergelijken met de groep ondernemingen met een lange debiteurentermijn (dat wil zeggen alle ondernemingen met een DSO hoger dan de mediaan). Vervolgens onderzoeken wij op basis van een multivariaat regressiemodel welke hypothesen ondersteuning vinden en welke niet.

4 Resultaten

4.1 Univariate analyse

Tabel 3 geeft de resultaten van de univariate analyse. Daartoe is de steekproef in twee groepen verdeeld; ondernemingen met een debiteurentermijn hoger dan de mediaan (deze is 52,75) en ondernemingen met een debiteurentermijn lager dan de mediaan. Vervolgens is onderzocht of de gemiddelden van de diverse variabelen voor deze twee groepen significant van elkaar verschillen.

Uit de univariate analyse blijkt dat de hypothesen met betrekking tot het kwaliteitsgarantiemotief met name ondersteuning vinden. Voor alle variabelen opgenomen om deze hypothesen te toetsen, met uitzondering van omloopsnelheid van de voorraden (ORDER) en INTANG, wordt een significant verschil aangetoond dat in lijn is met de verwachte invloed. Vooral de variabelen HIGH en LOW, DPO, en BORROW geven een belangrijke indicatie dat leverancierskrediet functioneert als garantie voor de productkwaliteit.

Voor prijsdiscriminatie als motief voor leverancierskrediet vinden wij geen ondersteuning; ondernemingen met een hoge debiteurentermijn hebben geen significant hogere brutowinstmarge (MARGIN). Tevens vinden wij dat ondernemingen met een lange debiteurentermijn ook significant vaker een beursnotering (LISTED) hebben. Dit kan erop wijzen dat deze ondernemingen gemakkelijker leverancierskrediet kunnen verstrekken, omdat zij een betere toegang tot de financiële markt hebben.

Ten slotte vinden wij enige ondersteuning voor het feit dat leverancierskrediet wordt gebruikt om fluctuaties in de vraag op te vangen. De variabiliteit in verkopen over de afgelopen zes jaar is significant hoger voor ondernemingen met een hoge debiteurentermijn (DSO).

Tabel 3. Resultaten univariate analyses op verschillen in gemiddelden van 612 ondernemingen over de periode 1998-2000.

	DSO hoger dan mediaan	DSO lager dan mediaan	T -waarde
DSO	75.81	36.08	
LIFE	1.4096	1.4446	-0.987
HIGH	0.4886	0.2020	7,821***
LOW	0.0423	0.2476	-7,537***
DPO	37.8078	31.1958	4,346***
TURNOVER	2.1682	2.4122	-2,326**
ORDER	0.0425	0.0342	0.837
SIZE	11.0318	11.1296	-0.796
BORROW	0.3848	0.2975	4,065***
INTANG	0.0182	0.0112	1.14
LIQUID	0.1471	0.1429	0.395
MARGIN	0.0513	0.0543	-0.385
NET PROFITS	0.0350	0.0361	-0.124
VARIAB	0.2291	0.1920	2,682***
LISTED	0.1107	0.0684	1,839*

***, **, * geeft respectievelijk 1%, 5% en 10% significantie niveau aan

4.2 Resultaten Multivariate analyse

Tabel 4 (zie p. 124) presenteert de resultaten van de multivariate analyse. Het eerste model (aangegeven met model I in de tabel) presenteert de resultaten van het regressiemodel zoals dat ook is gebruikt in Deloof en Jegers (1996) en Long Malitz en Ravid (1993). Deze auteurs onderzoeken met name de relevantie van het kwaliteitsgarantiemotief.

Voor de eerste hypothese vinden wij gedeeltelijke ondersteuning. Ondernemingen met een lage omloopsnelheid van de voorraden (hoge ORDER) verstrekken veel leverancierskrediet. Daarentegen vinden wij een positief verband tussen omloopsnelheid van het totaal vermogen (TURNOVER) en debiteurentermijn. Onze

resultaten komen dus gedeeltelijk overeen met de hypothese dat ondernemingen met een lange productiecyclus, ook relatief veel leverancierskrediet verstrekken.

Voor hypothese 2 vinden wij geen ondersteuning; omvang heeft geen significant effect op de debiteurentermijn. Wij vinden overeenkomstig hypothese 3 verder een positief verband tussen debiteurentermijn en het gebruik van relatief korte termijn financiering (BORROW en DPO). Ondernemingen die producten verkopen waarvan de kwaliteit moeilijk te observeren is (HIGH en hoge INTANG), hanteren een lange debiteurentermijn, terwijl producenten van makkelijk observeerbare goederen (LOW) juist een korte debiteurentermijn hanteren (hypothese 4).

Tabel 4. Multivariate analyse naar de motieven van het verstrekken van leverancierskrediet voor 612 ondernemingen over 1998-2000. De afhankelijke variabele is steeds de debiteurentermijn (DSO).

Hypothese	Variabelen	Omschrijving (conform REACH database)	Verwachte correlatie	Model I t-waarde	Model II (t-waarde)	Model III (t-waarde)	Model IV (t-waarde)
	CONSTANTE			37.57 (2.99)***	83.63 (9.49)***	82.94 (8.98)***	57.11 (5.45)***
H1	TURNOVER	Bedrijfsopbrengsten/(totale activa – vorderingen financiële vaste activa)	–	3.00 (1.97)**			- 0.34 (- 0.38)
H1	ORDER	Onderhanden werk / bedrijfsopbrengsten	+	42.36 (2.81)***			
H2	SIZE	Ln(totale activa – vorderingen – financiële vaste activa)	–	-0.72 (-0.76)	-2.25 (-3.09)***	-2.58 (-3.41)***	-1.83 (-2.35)**
H3	BORROW	Kortlopende schulden / bedrijfsopbrengsten	+	8.97 (2.13)***			16.71 (3.62)***
H3	DPO	Handelscrediteuren / (bedrijfslasten / 365 dagen)	+	0.18 (2.86)***			0.17 (2.69)***
H4	R&D	Immateriële vaste activa (exclusief goodwill) / bedrijfsopbrengsten	+	45.50 (2.25)**			11.66 (0.68)
H4	HIGH	Dummy: 1 voor technische goederen	+	11.44 (4.23)***			12.78 (5.59)***
H4	LOW	Dummy: 1 voor aan bederving onderhevige goederen (perishable goods)	–	-13.41 (-2.83)***			-9.14 (-2.97)***
H5	LIQUID	Gem. jaarlijkse cashflow / (totale activa – vorderingen – financiële vaste activa)	+		-9.57 (-0.89)	-14.63 (1.37)	10.01 (0.87)
	NET PROFIT	Netto winst/omzet	+		3.5 (0.17)	13.4 (-0.63)	- 3.51 (-0.17)
H6	MARGIN	Brutowinstmarge (%)	+		-7.55 (- 0.30)	-13 (- 0.52)	- 29.73 (- 1.17)
H7	SALES	Bedrijfsopbrengsten (% verschil tussen 1998 en 2000)	–				- 3.52 (- 2.50)**
	SALESPOS	Bedrijfsopbrengsten (% verschil tussen 1998 en 2000) voor ondernemingen met positieve groei en anders 0.	+		0.26 (0.18)	- 2.67 (-1.65)*	
	SALESNEG	Bedrijfsopbrengsten (% verschil tussen 1998 en 2000) voor ondernemingen met negatieve groei en anders 0.	–		-14.87 (-2.17)**	-1.44 (-0.15)	
H8	LIFE	Aantal jaren dat de onderneming actief	+		-4.36 (-1.79)*	-3.5 (-1.24)	-0.57 (-0.22)
	LISTED	Beursgenoteerd	+		15.62 (4.05)***	13.92 (3.52)***	12.73 (3.67)***
H9	VARIAB	Standaarddeviatie omzet in afgelopen zes jaar/ gemiddelde omzet zes jaar	+	23.05 (2.83)***		28.46 (3.00)***	16.42 (2.42)**
	F-STATISTIC			10.07	3.6715	4.49	10.43
	ADJUSTED R ²			0.194	0.0364	0.06	0.25

Net als Deloof en Jegers (1996) en Long, Malitz en Ravid (1993) vinden wij derhalve sterke ondersteuning voor het kwaliteitsgarantiemotief voor het verstrekken van leverancierskrediet. Met betrekking tot alle variabelen, met uitzondering van bedrijfsomvang (SIZE) en omloopsnelheid van de activa (TURNOVER) vinden wij het verwachte verband.

Naast het kwaliteitsgarantiemotief vinden wij enige ondersteuning voor de hypothese dat leverancierskrediet wordt gebruikt om fluctuaties in de vraag op te vangen. Wij vinden een positief verband tussen debiteurentermijn en de standaarddeviatie in de verkopen over de afgelopen zes jaar (VARIAB).

Om zicht te krijgen op het belang van prijsdiscriminatie als motief voor het verstrekken van leverancierskrediet, schatten wij vervolgens een vergelijkbaar model als gebruikt in Petersen en Rajan (1997)¹⁴. De resultaten hiervan zijn als model II en model III in tabel 4 verwerkt.

Als wij onze resultaten met die van Petersen en Rajan (1997) vergelijken, vinden wij een aantal opvallende verschillen. Allereerst vinden wij een significant negatief verband tussen omvang (SIZE) en leeftijd (LIFE) van de onderneming met de debiteurentermijn; hoe groter en ouder de onderneming, hoe minder ondernemingen leverancierskrediet verstrekken. Petersen en Rajan (1997) daarentegen vinden een significant positief verband. Een mogelijke verklaring voor dit verband is dat oudere en grotere ondernemingen een betere toegang tot kapitaalmarkten hebben en conform het prijsdiscriminatiemotief ook meer leverancierskrediet verstrekken. Wij vinden echter een tegengesteld verband hetgeen juist weer ondersteuning voor het kwaliteitsgarantiemotief is; grotere en oudere ondernemingen hebben een grotere reputatie op productmarkten en hebben vanuit dit perspectief leverancierskrediet niet nodig als signaal van kwaliteit. Wel vinden wij een positief verband met LISTED. Beursgenoteerde ondernemingen hebben betere toegang tot financiële markten en verstrekken meer leverancierskrediet.

Ondernemingen die meer liquide zijn en een hogere nettowinstmarge hebben, zouden meer leverancierskrediet verstrekken overeenkomstig het prijsdiscriminatiemotief. Echter wij vinden geen significant verband. Wij vinden wel een significant verband met een daling van de verkopen; ondernemingen waarvan de verkopen dalen over de periode 1998-2000 verstrekken meer leverancierskrediet.

Petersen and Rajan (1997) vinden ondersteuning voor prijsdiscriminatie als argument voor het verstrekken

van leverancierskrediet; zij vinden een sterke positieve relatie met de brutowinstmarge. In al onze regressies was de brutowinstmarge echter niet significant. Wij vinden dan ook geen ondersteuning voor dit motief.

In model III voegen wij de variabele VARIAB toe aan de analyse om te onderzoeken in hoeverre leverancierskrediet wordt gebruikt om fluctuaties in de vraag op te vangen. Deze is positief en sterk significant. Het toevoegen van de standaarddeviatie van de verkopen leidt er ook toe dat de variabele SALESPOS significant negatief wordt; ondernemingen met een positieve groei in verkopen verstrekken minder leverancierskrediet.

Ten slotte combineren wij de variabelen uit de eerdere regressiemodellen om te onderzoeken welke hypothese de beste ondersteuning vindt. Model IV in tabel 4 presenteert de resultaten van deze analyse. Ondernemingen verstrekken meer leverancierskrediet als ze opereren in technologisch hoogwaardige bedrijfstakken en verstrekken minder leverancierskrediet als ze bederfelijke goederen produceren. Ze financieren het verstrekken van leverancierskrediet over het algemeen kort. Bovendien verstrekken grote bedrijven minder leverancierskrediet. De variabelen INTANG en TURNOVER hebben wel het verwachte teken, maar zijn niet significant. De leeftijd van de onderneming is niet significant gerelateerd aan de mate waarin leverancierskrediet wordt verstrekt. Op basis van deze resultaten kunnen wij concluderen dat wij sterke ondersteuning vinden voor het kwaliteitsgarantiemotief.

Wij vinden nauwelijks ondersteuning voor prijsdiscriminatie als argument om leverancierskrediet te verstrekken. Het verband tussen de debiteurentermijn en de brutowinstmarge is negatief en niet significant. Ook vinden wij geen significant verband met de liquiditeit en de nettowinstmarge. Wel vinden wij dat ondernemingen met een beursnotering een langere debiteurentermijn hebben.

Wij vinden verder een positief significant verband tussen de debiteurentermijn en de fluctuaties in de verkopen (VARIAB). Dit is ondersteuning voor het motief dat leverancierskrediet wordt gebruikt om fluctuaties in de vraag op te vangen. Ook vinden wij een negatief significant verband met de groei in verkopen; ondernemingen gebruiken leverancierskrediet kennelijk om hun verkopen te ondersteunen.

5 Conclusie

Het belangrijkste resultaat uit ons onderzoek is dat leverancierskrediet door Nederlandse ondernemingen in belangrijke mate wordt gebruikt als garantie voor

productkwaliteit. Daarmee komen onze resultaten overeen met die van Long, Malitz en Ravid (1993) voor de VS en met die van Deloof en Jegers (1996) voor België. Verder vinden wij dat leverancierskrediet wordt gebruikt om fluctuaties in de vraag op te vangen, dat beursgenoteerde ondernemingen relatief meer leverancierskrediet verstrekken en dat het wordt gebruikt om verkopen te ondersteunen.

Wij vinden minder ondersteuning voor prijsdiscriminatie als argument voor het verstrekken van leverancierskrediet. Onze resultaten komen derhalve niet overeen met die van Petersen en Rajan (1997).

In dit onderzoek hebben wij ons beperkt tot de operationele motieven van het verstrekken van leverancierskrediet. Vervolgonderzoek zou zich met name ook op de financiële motieven kunnen richten. Hiervoor is het wel nodig dat meer specifieke informatie omtrent de contractgegevens van het leverancierskrediet wordt verzameld en met name ook over de tegenpartij aan wie leverancierskrediet wordt verstrekt. Ten slotte is het interessant om te onderzoeken wat de kenmerken zijn van de gebruikers van leverancierskrediet. ■

Literatuur

- Biais, B. en C. Gollier, (1997), Trade Credit and Credit Rationing, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, no. 4, pp. 903-937.
- Brennan, M.J., V. Maksimovic en J. Zechner, (1988), Vendor Financing, in: *The Journal of Finance*, Vol. 18, no. 5, pp. 1127-1141.
- Brick, I.E. en W.K.H. Fung, (1984), Taxes and the Theory of Trade Debt, in: *The Journal of Finance*, Vol. 39, no. 4, pp. 1169-1176.
- Burkart, M. en T. Ellingsen, (2002), *In-Kind Finance*, Stockholm School of Economics working paper.
- Deloof, M. en M. Jegers, (1996), Trade Credit, Product Quality, and Intagroup Trade: Some European Evidence, in: *Financial Management*, Vol. 25, no. 3, pp. 33-43.
- Emery, G.W., (1984), A pure Financial Explanation for Trade Credit, in: *Journal of Financial and Quantitative analyses*, Vol. 19, no. 3, pp. 271-285.
- Emery, G.W., (1988), Positive theories of Trade Credit, in: *Advances in Working Capital Management*, Vol. 1, pp. 115-130.
- Ferris, J.S., (1981), A Transactions Theory of Trade Credit Use, in: *The Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 243-270.
- Lee, Y.W. en J.D. Stowe, (1993), Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, no. 2, juni, pp. 285-300.
- Long, M.S., I.B. Malitz en S.A. Ravid, (1993), Trade Credit, Quality Guarantees and Product Marketability, in: *Financial Management*, Winter, pp. 117-127.
- Mian, S.L. en C.W. Smith, (1992), Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence, in: *The Journal of Finance*, Vol. 47, no. 1, pp. 169-200.
- Ng, C., J.K. Smith en R.L. Smith, (1999), Evidence on the determinants of credit terms used in Interfirm Trade, in: *The Journal of Finance*, Vol. 54, no. 5, pp. 1109-1129.
- Petersen, M.A. en R.G. Rajan, (1995), The effect of credit market competition on lending relationships, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 60, pp. 407-443.
- Petersen, M.A. en R.G. Rajan, (1997), Trade Credit: Theories and Evidence, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, no. 3, pp. 661-691.
- Saunders, A. en A. Schmeitz, (2002), The role of Bank Funding for the Corporate Sector: the Netherlands in an International Perspective, Topics in Finance 5, in: *Amsterdam Center For Corporate Finance*, januari.
- Schwartz, R.A., (1974), An economic model of trade credit, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, pp. 643-657.
- Smith, J.K., (1987), Trade Credit and Informational Asymmetry, in: *The Journal of Finance*, Vol. 42, no. 4, pp. 863-873.

Noten

- 1 Denk hierbij aan het kortingspercentage bij betaling binnen x dagen, de relatie tussen afnemer en leverancier, et cetera.
- 2 Financiële motieven voor het verstrekken van leverancierskrediet worden onder meer besproken in: Smith (1987), Biais en Gollier (1997), Mian en Smith (1992), Petersen en Rajan (1995, 1997), Burkart en Ellingsen (2002) en Emery (1984).
- 3 Dit zijn de minst kredietwaardige afnemers die anders geen financiering hadden kunnen krijgen voor de koop van de goederen.
- 4 Ook wanneer leveranciers gebonden zijn aan prijsrestricties kunnen zij toch misbruik maken van prijsdiscriminatie door de voorwaarden van het leverancierskrediet aan te passen. Dit is bijvoorbeeld mogelijk door de normale betalingsvoorwaarden vast te leggen in het contract, maar daarentegen betaling op een later tijdstip ook te accepteren (zie Emery, 1988).
- 5 Ook belastingen en transactiekosten kunnen een motief zijn voor het verstrekken van leverancierskrediet. Zie bijvoorbeeld Brick en Fung (1984) en Ferris (1981).
- 6 Andere empirische studies die meer specifieke gegevens gebruiken over de contractvoorwaarden van het leverancierskrediet kunnen ook meer specifieke hypothesen testen. Zie bijvoorbeeld Mian en Smith (1992) en Ng, Smith en Smith (1999). Deze data zijn voor Nederland echter nog niet voorhanden.
- 7 Door met relatief dure financieringsvormen het leverancierskrediet te financieren wordt het minder aantrekkelijk voor concurrenten om dit zelfde te gaan doen indien de kwaliteit van hun goederen minder is. Hierdoor kan de onderneming door leverancierskrediet te verstrekken een signaal naar buiten afgeven omtrent de kwaliteit van haar goederen.
- 8 Zij gebruiken data uit de National Survey of Small Business Finances 1988-1989.
- 9 Petersen en Rajan (1997) laten tevens zien dat deze relatie niet lineair is.
- 10 Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de ondernemingen in het onderzoek van Petersen en Rajan over het algemeen allemaal klein zijn in vergelijking met die uit het onderzoek van Long, Malitz en Ravid (1993).
- 11 BIK codes: 15-37.
- 12 Twee waarnemingen zijn uit onze steekproef verwijderd omdat de variabelen extreme waarden hadden aangenomen.
- 13 Voor oudere bedrijven geldt wel dat zij over het algemeen een betere reputatie hebben opgebouwd op de productmarkt; zij hoeven derhalve minder gebruik te maken van leverancierskrediet om hun afnemers van de kwaliteit van de producten te overtuigen. Dit suggereert conform het kwaliteitsgarantiemotief een negatief verband met de debiteurentermijn.
- 14 Petersen en Rajan (1997) hadden naast de data die we hier rapporteren ook de beschikking over de kredietfaciliteiten die de onderneming nog open had. Wij hebben deze informatie helaas niet.

Colofon

MAB

Uitgegeven in opdracht van de Redactie van het
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-
economie door Reed Business Information bv

REDACTIE (* lid kernredactie)

Accountantscontrole

Prof. Dr. A.J. Bindenga *
Prof. Dr. R.J.M. Dassen *
Prof. Dr. H.F.D. Hassink
Dr. P. Klijnsmit
Prof. Dr. R.H.G. Meuwissen
Prof. W.P. Moleveld
Prof. Dr. E.E.O. Roos Lindgreen

Externe Verslaggeving

Prof. Mr. Dr. H. Beckman
Prof. Dr. W.F.J. Buijink
Prof. Dr. D.W. Feenstra
Prof. Dr. M.N. Hoogendoorn * (voorzitter)
Prof. Dr. L.G. van der Tas
Prof. Dr. R.G.A. Vergoossen *
Prof. Dr. Mr. F. van der Wel

Bestuurlijke Informatieverzorging

Prof. Dr. H.P.M. Jägers
Prof. Drs. P.L.A.M. van Kessel
Prof. Dr. W.F. de Koning
Prof. Dr. O.C. van Leeuwen *
Prof. Dr. E.H.J. Vaassen
Prof. Dr. Ph. Wallage * (penningmeester)

Management Accounting

Prof. Dr. Ir. M.H. Corbey
Prof. Dr. T.L.C.M. Groot *
Prof. Dr. G.J. van Helden *
Prof. Dr. J. v.d. Meer-Kooistra
Prof. Dr. B. Versteegen
Prof. Dr. E.G.J. Vosselman
Prof. Dr. Ir. M.J.F. Wouters

Financiering

Dr. D. Bams
Prof. Dr. A.B. Dorsman
Dr. J.H. von Eije
Prof. Dr. A.C.C. Herst *
Dr. S.R.G. Ongena

Organisatie en Management

Prof. Dr. P.G.W. Jansen
Prof. Dr. J. Pauwe
Prof. Dr. J. Strikwerda
Prof. Dr. H.W. Volberda

Overige vakgebieden

Prof. Mr. A.F.M. Dorrestijn
Prof. Dr. P.S.H. Leeftang
Prof. Dr. A.C. Rijkers
Prof. Dr. P.S. Zwart

Hoofredacteur

Drs. C.D. Knoops *
telefoon 010-4081324
telefax 010-4089171
e-mail: knoops@few.eur.nl

REDACTIESECRETARIAAT

De Boer Management Support
Mevr. H.P. de Boer
Postbus 8075
9702 KB Groningen
telefoon 050-5274061
telefax 050-5274438
e-mail: deboer@dbms.nl
www.mab-online.nl

AUTEURSINSTRUCTIE

Auteurs die overwegen een bijdrage in te zen-
den, wordt verzocht kennis te nemen van de
aanwijzingen voor auteurs, die bij het secreta-
riaat op aanvraag verkrijgbaar zijn.
Het indienen van een conceptartikel wordt
geacht in te houden:

- dat de auteur het volledige auteursrecht op
het werk bezit;
- dat het artikel niet eerder, in welke taal dan
ook, is gepubliceerd;
- dat met publicatie geen geheimhoudings-
plicht wordt geschonden;
- dat het – na publicatie – niet zonder toe-
stemming van de redactie elders, al dan niet
in vertaling, zal worden gepubliceerd.

Boeken ter recensie en alle andere stukken
voor de redactie zende men aan het redactie-
secretariaat.

© Auteursrecht voorbehouden

Behoudens de door de wet gestelde uitzonde-
ringen mag niets uit deze uitgave worden ver-
veelvoudigd en/of openbaar gemaakt zonder
schriftelijke toestemming van de redactie, die
daartoe door de auteur(s) met uitsluiting van
ieder ander is gemachtigd.

Aan de totstandkoming van deze uitgave is de
uiterste zorg besteed. Voor informatie die
nochtans onvolledig of onjuist is opgenomen,
aanvaarden auteur(s), redactie en uitgever
geen aansprakelijkheid. Voor eventuele verbe-
teringen van de opgenomen informatie hou-
den zij zich gaarne aanbevolen.

BUREAU REDACTIE

Reed Business Information bv
Mevr. M. Keyzer
telefoon 020-5159776
telefax 020-5159717
e-mail: marianne.keyzer@reedbusiness.nl

ADVERTENTIES

Elsevier Media Amsterdam
Telefoon 020-5159666
Fax 020-5159633
e-mail: info.ema@reedbusiness.nl
www.ema-online.nl
geldend advertentietarief 1-1-2004

ABONNEMENTEN

Wij verzoeken u alle correspondentie met
betrekking tot de abonnementsadministratie,
zoals adreswijzigingen enz., te versturen aan:
Reed Business Information bv
Afdeling Klantenservice
Postbus 808
7000 AV Doetinchem
telefoon 0314-358358
e-mail: klantenadministratie@reedbusiness.nl
www.reedbusiness.nl

Men abonneert zich voor de gehele jaargang.
Dat kan via www.mab-online.nl.
Verschijnt 10x per jaar.
Abonnement per jaar € 97,50 exclusief btw.
De verzendtoeslag voor België bedraagt € 6,36
en voor de Nederlandse Antillen en overige
landen € 19,69.
Studentenabonnement € 36,50 inclusief btw,
mits men is ingeschreven bij de
– NIVRA-opleiding of de
– Economische faculteit van een der universi-
teiten voor het doctoraal/accountantsexamen.

Het abonnement kan bij elk nummer ingaan,
doch slechts worden beëindigd indien schrift-
lijk vóór 1 november van de lopende jaargang is
opgezegd. Bij niet-tijdige opzegging wordt het
abonnement automatisch met een jaar verlengd.

ISSN 0924-6304

Nederlands
uitgeversverbond
Groep uitgevers voor
vak en wetenschap

HO
2004
TIJDSCHRIFTEN

 **Reed Business
Information**