

Credito interaziendale nella crisi: vendere o finanziare?

Keywords: trade credit, trade debt, bank-firm relationship, financial crisis

1. Introduzione

Le imprese italiane si caratterizzano per un elevato ricorso all'autofinanziamento, al debito bancario - soprattutto di breve termine - al pluriaffidamento (Monferrà 2007, Banca d'Italia 2010, 2011, 2012) e per un elevato ricorso al finanziamento interaziendale: l'importo dei debiti verso fornitori supera quello del debito a breve termine verso le banche. I crediti verso la clientela rappresentano una delle principali forme di garanzia utilizzate dalle imprese per ottenere credito bancario a breve termine e sono oggetto di operazioni di factoring. Il mercato del factoring italiano è tra i primi al mondo, sia per dimensioni assolute che in rapporto al prodotto interno lordo (Carretta 2009, Assifact 2010). Ne deriva una stretta relazione tra credito interaziendale e redditività delle imprese e tra credito interaziendale ed altre forme di finanziamento bancario o da terzi.

Il credito interaziendale ha assunto nel tempo un peso crescente in tutti i paesi industrializzati ed ha favorito le condizioni di equilibrio gestionale delle imprese.

Le ragioni che conducono all'uso del credito commerciale dipendono dalle caratteristiche istituzionali, economiche e sociali dei contesti di riferimento e sono molteplici, ma possono essere ricondotte a funzioni di carattere reale e finanziario.

Le funzioni di carattere reale sono riferite alla offerta di credito quale strumento di sostegno alla politica delle vendite: in questa accezione, il credito commerciale è un mezzo per rafforzare le relazioni di clientela, per garantire la qualità dei prodotti o consentire una discriminazione dei prezzi; in definitiva, una possibile risposta alla variabilità della domanda ed un mezzo per migliorare la redditività delle imprese.

Dal punto di vista finanziario il credito commerciale può rappresentare una forma di finanziamento alternativa al credito bancario o ad altre tipologie di finanziamento a breve termine.

Il presente lavoro si sofferma da un lato sul rilievo delle motivazioni di tipo reale ed in particolare sul possibile contributo del credito commerciale alla redditività delle piccole e medie imprese; dall'altro lato considera la rilevanza delle motivazioni di carattere transattivo e finanziario, rispetto alle quali osserva la duplice funzione di sostituibilità o di complementarità del credito commerciale nel confronto con altre forme di finanziamento da terzi.

L'ipotesi della sostituzione e le verifiche empiriche ad essa connesse affermano che il ricorso al credito commerciale è più intenso in paesi con un sistema finanziario non efficiente (Fisman e Love 2001; Demirguc Kunt e Maksimovic 2001). Tali circostanze possono determinare una limitazione all'accesso al capitale da parte dei richiedenti credito, che quindi sceglierebbero di sostituirlo con il credito commerciale. Nei sistemi finanziari più efficienti e sviluppati l'uso del credito commerciale può essere complementare a quello bancario, con una migliore allocazione delle risorse, in virtù di meccanismi di doppia intermediazione, che determinano il trasferimento dei fondi dagli intermediari ai fornitori e da questi agli acquirenti. La funzione finanziaria del credito

commerciale può, pertanto, originarsi da imperfezioni del mercato del credito ed un crescente ricorso al credito interaziendale può segnalare inefficienze nel funzionamento del sistema finanziario.

Tali circostanze assumono un rilievo particolare per il sistema italiano, caratterizzato da una elevata diffusione del credito commerciale e sollevano interrogativi in merito al corretto funzionamento del sistema creditizio ed alla possibilità che l'uso esteso del credito di fornitura sia determinato dalla presenza di vincoli e razionamento del credito per le imprese. Tali circostanze assumono, inoltre, un rilievo particolare nel contesto della crisi economico finanziaria che ha generato condizioni di razionamento del credito, soprattutto verso le imprese di dimensione minore e localizzate nel meridione.

Il presente lavoro si propone l'obiettivo di analizzare l'intensità del ricorso al credito commerciale da parte delle piccole e medie imprese italiane, al fine di identificare la natura delle relazioni di funzionalità tra credito commerciale e credito finanziario, da banche e da terzi, ed il possibile contributo del credito interaziendale alle condizioni di redditività delle imprese.

L'indagine si sviluppa lungo due direttrici. La prima intende cogliere il contributo del credito interaziendale alla redditività delle imprese: il tema è scarsamente affrontato in letteratura, soprattutto in riferimento ad imprese di piccola e media dimensione.

La seconda indaga, da un lato, l'esistenza di una relazione di interdipendenza tra politica del credito e del debito commerciale nelle imprese di piccola e media dimensione, dall'altro, l'incidenza dell'indebitamento a breve e a medio lungo termine sulle scelte di ricorso al credito commerciale, al fine di cogliere relazioni di complementarità e di sostituibilità tra le due forme tecniche.

L'analisi empirica è condotta su un campione di imprese italiane di piccola e media dimensione nel periodo immediatamente successivo all'esplosione della crisi finanziaria mondiale (2009-2011). Il lavoro contribuisce alla letteratura di riferimento per diversi aspetti.

Innanzitutto l'Italia rappresenta un contesto eccellente per studiare le determinanti e le implicazioni del credito commerciale, in quanto caratterizzata da una elevata diffusione dello stesso, superiore agli altri paesi europei.

In secondo luogo è significativa l'attenzione verso imprese di piccola e media dimensione: numerosi autori hanno indagato le variabili esplicative del credito commerciale (*inter alia*: Pike *et al.* 2005 Long, Malitz e Ravid 1993, Petersen e Rajan, 1997), ma la gran parte della letteratura internazionale ha orientato l'attenzione su imprese di media e grande dimensione.

In terzo luogo l'indagine è riferita ad un triennio di crisi economica e finanziaria, utile ad osservare la costanza o l'eventuale variazione dell'incidenza dei crediti e debiti di fornitura nei bilanci delle piccole e medie imprese italiane in condizioni avverse.

L'analisi indaga anche la possibilità che il ricorso al credito e debito di fornitura possa essere influenzato dalle caratteristiche delle imprese (età, dimensione) e dalla territorialità delle stesse: a tali fini il sistema produttivo italiano rappresenta una realtà particolarmente significativa a livello internazionale, in quanto costituita essenzialmente da imprese di piccola e media dimensione, caratterizzata da differenti condizioni di sviluppo economico nelle regioni centro settentrionali rispetto alle regioni del sud ed isole.

Infine le motivazioni finanziarie del ricorso al credito commerciale sono tradizionalmente esaminate dalla letteratura attraverso lo studio delle imprese debitorie, il presente studio prende in esame anche le imprese creditrici e la posizione complessiva netta dell'impresa, risultante dalle scelte di ricorso al credito e debito di fornitura. Si considera, in particolare, la variabile che deriva

dalla differenza tra crediti e debiti commerciali: tale variabile è intrinsecamente correlata a problematiche di carattere finanziario, poiché contribuisce al fabbisogno finanziario legato al capitale circolante che deve trovare copertura con fonti di finanziamento esterne.

I risultati di questo lavoro confermano l'influenza del credito e debito commerciale sulla redditività delle imprese e confermano il ricorso al credito commerciale quale forma di finanziamento alternativa e sostitutiva del credito finanziario per imprese di piccola e media dimensione ed anche in periodi di crisi economica e finanziaria.

Il lavoro si articola come segue: il secondo paragrafo presenta una breve review della letteratura che conduce alle ipotesi di ricerca; il terzo paragrafo illustra la metodologia della ricerca; il quarto paragrafo descrive il campione oggetto di analisi ed il quinto discute i risultati raggiunti. L'ultimo paragrafo espone brevi valutazioni conclusive ed implicazioni del fenomeno indagato.

2. Review della letteratura e ipotesi di ricerca

Il credito commerciale è il rapporto di finanziamento che intercorre tra imprese, in conseguenza della concessione di dilazioni di pagamento al cliente da parte del fornitore. Attraverso la concessione del credito commerciale, l'impresa venditrice rinuncia ad un flusso di liquidità immediata, per motivazioni di tipo reale, nella aspettativa di avviare, espandere o consolidare i rapporti con la clientela.

Gli obiettivi perseguiti possono quindi essere riferiti all'avvio dei rapporti con i clienti potenziali ed all'espansione delle relazioni con i clienti attivi: il credito commerciale può essere un utile strumento di sostegno alla politica delle vendite e un mezzo per intraprendere e consolidare relazioni di clientela, grazie alle funzioni di garanzia della qualità del prodotto e di discriminazione dei prezzi. La garanzia della qualità del prodotto si realizza nella possibilità di verificare le caratteristiche dei beni acquistati e la rispondenza delle stesse alle aspettative dell'acquirente ed ai motivi dell'acquisto, prima di effettuare il pagamento (Lee e Stowe 1993; Long Malitz e Ravid 1993). La discriminazione di prezzi dipende dal fatto che la concessione di dilazioni di pagamento rende minore il prezzo effettivo di acquisto. La discriminazione è tanto maggiore quanto più le imprese acquirenti sono caratterizzate da un costo del capitale elevato: tali imprese, solitamente razionate dal punto di vista creditizio, presentano una maggiore elasticità della domanda al prezzo. In tali casi, la manovra delle dilazioni di pagamento risulta particolarmente efficace per il fornitore. Schwartz e Whitcomb (1978) e (1979) hanno evidenziato che il credito commerciale risulta utilizzato in misura maggiore dalle imprese più rischiose o con una elevata elasticità della domanda al prezzo.

Altro obiettivo è rappresentato dal consolidamento delle relazioni d'affari. Il credito commerciale si propone quale strumento di stabilizzazione della domanda: l'impresa venditrice reagisce alla carenza temporanea di domanda concedendo maggiori dilazioni di pagamento e determinando in capo all'impresa acquirente un maggior uso del credito commerciale ed un livello di scorte superiore a quello che avrebbe detenuto in condizioni di pagamento immutate. Simili circostanze si realizzano nei casi in cui l'acquirente presenta un minor costo di gestione delle riserve rispetto al venditore e questi possa contare su un vantaggio in termini di costi finanziari rispetto all'acquirente (Emery 1987): ne deriva un maggior uso del credito commerciale in condizioni di più elevata variabilità della domanda e di maggiori costi di conservazione dei beni.

Quanto sostenuto manifesta la caratteristica di grande versatilità del credito commerciale sotto il profilo procedurale e ribadisce il rilievo delle ragioni di carattere reale del ricorso al credito commerciale.

Accanto alle motivazioni di tipo reale di ricorso al credito commerciale convivono motivazioni di carattere finanziario.

Il credito commerciale assume ruolo di fonte di finanziamento nella misura in cui le imprese che forniscono beni concedono dilazioni di pagamento per sopperire ad esigenze di copertura del fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese acquirenti. La letteratura si sofferma sulla rilevanza delle motivazioni finanziarie nell'uso del credito commerciale, verificandone, da un lato, l'esistenza e la rilevanza, dall'altro, la distinzione in componenti transattive e finanziarie in senso stretto. La componente transattiva è riferita alla offerta di credito commerciale come strumento di sincronizzazione tra incassi e pagamenti in alternativa all'uso della moneta, di migliore previsione dei flussi di cassa, di pianificazione della gestione della tesoreria in caso di pagamenti non previsti.

In tal senso si orientano i lavori di Schwartz (1974) e Ferris (1981) i quali sostengono che la domanda e l'offerta di credito commerciale per motivi transattivi spiegano la componente di breve e brevissimo termine del credito commerciale, che ha finalità di riduzione dei costi di transazione e delle scorte di liquidità per motivi precauzionali.

Altri studi nel filone della teoria dei costi di transazione ipotizzano una relazione positiva tra variabilità della domanda ed offerta di credito. Le possibili azioni di risposta a condizioni di instabilità della domanda di beni sono riferite alla variazione della quantità prodotta o delle scorte detenute o, ancora, all'aggiustamento dei prezzi. Manovrando opportunamente i termini dei crediti commerciali concessi è possibile evitare azioni di risposta troppo onerose: le scadenze possono essere allungate quando la domanda di beni diminuisce ed accorciate quando cresce, facendo del credito commerciale uno strumento operativo duttile, oltre che utile in condizioni di incertezza dei flussi commerciali dell'impresa. In tale senso Emery (1987) e Long, Malitz e Ravid (1993) evidenziano come le ragioni citate spiegano anche l'andamento anticiclico del credito commerciale ed un maggior ricorso allo stesso nei settori in cui i costi di conservazione sono più elevati per il venditore rispetto all'acquirente. Emery (1987) sostiene che la strategia descritta risulta conveniente quando il costo del capitale per il venditore è inferiore a quello per l'acquirente e questi ha un vantaggio in termini di costi operativi rispetto al primo.

Long, Malitz e Ravid, (1993) hanno ottenuto evidenze empiriche e dimostrato che le imprese che fronteggiano una domanda variabile estendono di più il ricorso al credito commerciale rispetto alle imprese che si rivolgono ad una domanda stabile. Il motivo transattivo, legato al vantaggio di concentrare nel momento opportuno gli incassi ed i pagamenti, risulta mutuamente conveniente sia per il venditore che per l'acquirente: la durata di breve o brevissimo termine e la presenza di sconti per il pagamento in contanti distinguono tale operazione dalle dilazioni con finalità finanziarie, per le quali a scadenze più elevate corrispondono tassi penalizzanti. Un'indagine della Banca d'Italia (Finaldi Russo e Leva 2004) ha dimostrato che la motivazione cui le imprese attribuiscono maggior peso è quella della sincronizzazione dei pagamenti, indicata come principale da circa metà del campione di riferimento: tale motivazione, di carattere transattivo, è inoltre, prevalente presso le imprese che presentano un più intenso ricorso al credito commerciale. Le motivazioni di tipo strettamente finanziario risultano incidere in misura minore.

Finaldi Russo e Leva (2004) evidenziano l'ampia diffusione del finanziamento interaziendale non oneroso, la prassi di pagare oltre la scadenza, la scarsa applicazione di penali e, contemporaneamente, sottolineano il ricorso più intenso al credito di fornitura per le imprese che lo

utilizzano per motivi finanziari piuttosto che per motivazioni reali di carattere economico produttivo. L'influenza delle motivazioni finanziarie incide, tuttavia, sul ricorso al debito commerciale in misura non rilevante e soprattutto in misura minore rispetto alle motivazioni di carattere strettamente reale. Le imprese che presentano una maggiore difficoltà di accesso al finanziamento da terzi, che affrontano maggiori costi del debito bancario e scarsa stabilità degli equilibri monetari, ricorrono in misura maggiore al credito commerciale rispetto alle imprese che godono di più solidi equilibri monetari e di migliori relazioni con il sistema finanziario. Il più intenso ricorso al debito si realizza, tuttavia, non per la concessione di maggiori dilazioni di pagamento da parte dei fornitori, ma come effetto di pagamenti ritardati rispetto alle scadenze pattuite.

Il rilievo delle motivazioni finanziarie nella realizzazione di operazioni di finanziamento interaziendale si giustifica quindi con: la maggiore disponibilità del debito commerciale rispetto ad altre fonti di finanziamento; la convenienza determinata dalla minore onerosità rispetto a fonti alternative; la maggiore duttilità dello strumento che, da un lato, risulta estraneo a formule contrattuali complesse, dall'altro si presta ad un ampliamento della durata del finanziamento a fronte di costi modesti o nulli. Tali circostanze, alla base dello sviluppo del credito commerciale, sono ascrivibili a due principali determinanti: il grado di sviluppo del sistema finanziario e degli intermediari finanziari e le imperfezioni dei mercati finanziari.

Condizioni di informazione imperfetta del sistema finanziario e presenza di istituzioni scarsamente sviluppate (Fisman, Love 2001) ed infrastrutture legali deboli (Carmignani 2004) - incapaci di assicurare, in caso di insolvenza del debitore, meccanismi e procedure efficienti di tutela del creditore - determinano un possibile effetto di sostituzione o di complementarità tra credito commerciale e credito bancario. Simili condizioni determinano, infatti, razionamento del credito bancario (Schwartz 1974), che influisce con maggiore gravità sulle vicende finanziarie delle imprese giovani ed opache (Huyghebaert 2006) ed induce al ricorso al credito commerciale come scelta di ripiego determinata dalla insufficienza o inadeguatezza delle fonti di finanziamento da terzi o bancario (Duca 1996; Jaffe e Stiglitz 1990; Petersen e Rajan 1997).

Si identificano condizioni di complementarità ed un più esteso ricorso al credito commerciale, nel caso in cui le società non finanziarie sappiano monitorare la capacità di credito delle imprese da affidare e siano in grado di canalizzare risorse, prendendo a prestito dagli intermediari e concedendo credito commerciale alle imprese, altrimenti razionate per ragioni di imperfetta efficienza informativa (Demirguc, Kunt e Maksimovic 2001). Il credito commerciale può svolgere, in questo caso, una funzione di segnale: le informazioni ottenute dagli intermediari finanziari, attraverso la relazione con le imprese non finanziarie, che concedono crediti commerciali ai propri clienti, possono mitigare i problemi di imperfetta informazione che gravano sulle imprese più opache e ridurre le condizioni di razionamento del credito.

Le imprese opache, ossia prevalentemente quelle di dimensione minore, possono essere sottoposte a razionamento del credito (Stiglitz e Weiss 1981), e possono ricorrere al credito commerciale come fonte di finanziamento alternativa. Il credito commerciale, ottenuto sulla considerazione di merito di credito operata dal fornitore nei confronti della impresa da finanziare, accresce la reputazione di creditori di buona qualità e permette di guadagnare un più facile accesso al credito bancario. Alphonse Ducret e Severin (2004) sostengono, pertanto, che il credito commerciale possa essere sostituibile, ma anche complementare al debito bancario.

Le imprese che hanno un ridotto accesso al debito bancario sono indotte ad usare il credito commerciale in maniera più frequente delle imprese che non sono sottoposte a razionamento del

credito. D'altro canto, l'accesso al credito commerciale migliora la visibilità e la reputazione delle imprese prenditrici di fondi, rendendo le banche più disponibili ad erogare finanziamenti a progetti sani che altrimenti non avrebbero finanziato. Esiste, pertanto, una relazione dinamica e complementare tra credito commerciale e credito bancario che risulta di parziale sostituibilità. Le imprese usano credito commerciale perché sono soggette a razionamento del credito – in ciò si realizza un effetto sostituzione – e, contemporaneamente, il credito commerciale agisce come segnale e rivela informazioni alle banche circa l'affidabilità delle imprese finanziate dai propri fornitori, facilitandone l'accesso al debito bancario.

La sostituibilità e la complementarità tra credito commerciale e credito bancario sono ipotesi che non si escludono, ma che possono verificarsi nella stessa realtà economico-finanziaria e convivere con le prevalenti motivazioni di carattere reale di ricorso al credito commerciale.

Seguendo la letteratura di riferimento, le motivazioni di tipo reale di ricorso al credito commerciale sono prevalenti rispetto alle motivazioni di tipo finanziario. Il rilievo delle motivazioni di tipo reale determinano il contributo dei crediti e debiti di fornitura alla redditività delle imprese.

Ci sono molte ragioni che giustificano il contributo del credito interaziendale alla redditività delle imprese. Innanzi tutto concedere crediti commerciali può accrescere i volumi di vendite, consentire una discriminazione tra i prezzi, migliorare e consolidare le relazioni con i clienti e per tali vie facilitare l'ampliamento di quote di mercato e la redditività delle imprese. Similmente una maggiore incidenza dei crediti commerciali può manifestarsi favorevole alla redditività, in quanto determinata dal ricorso a dilazioni di pagamento finalizzate a consentire di valutare e garantire la qualità dei propri prodotti.

Tuttavia si può ravvisare anche la possibilità che l'offerta di credito commerciale possa danneggiare l'impresa a causa dei possibili ritardi nei pagamenti, che possono indebolire gli equilibri monetari e finanziari e la stessa redditività dell'impresa creditrice. L'offerta di credito commerciale determina, inoltre, costi di gestione del credito associati al processo di monitoraggio e riscossione.

Dal punto di vista finanziario l'offerta di credito commerciale implica dei costi-opportunità, in quanto riduce l'entità di fonti disponibili per eventuali progetti di espansione: per tale ragione può determinare un impatto negativo sulla redditività delle imprese.

Il rilievo delle motivazioni di tipo finanziario può proporsi anche nel caso in cui si realizzano condizioni di razionamento del credito: le imprese di maggiori dimensioni, che non soffrono un limitato accesso al mercato finanziario, in termini di disponibilità e di costi, svolgono una funzione di intermediazione, offrendo credito commerciale ad imprese, tipicamente di minore dimensione, che affrontano maggiori difficoltà di accesso al mercato creditizio (Emery, 1984; Mian and Smith, 1992; Schwartz, 1974). Il motivo finanziario di ricorso al credito commerciale implica che la concessione di crediti commerciali possa avere un impatto positivo sulla redditività delle imprese di maggiore dimensione, che per tale via consolidano ulteriormente le relazioni con la propria clientela.

Impatto ancora più positivo si attende per le imprese di piccola e media dimensione, per le quali una maggiore incidenza dei debiti commerciali può rappresentare la disponibilità di fonti di finanziamento interaziendale anche in condizioni di opacità e di razionamento del credito da parte di banche ed altri intermediari.

Per le ragioni esposte si attende un'influenza positiva del credito e debito interaziendale sulla redditività delle imprese di piccola e media dimensione e si formula la seguente ipotesi di ricerca:

HP1: Esistono relazioni significative e di segno positivo tra incidenza dei crediti e debiti interaziendali e redditività delle piccole e medie imprese

Le motivazioni di tipo finanziario di ricorso al credito interaziendale concorrono con le motivazioni di tipo reale al raggiungimento di condizioni di maggiore redditività delle piccole e medie imprese e risultano strettamente interconnesse, tanto da rendere difficoltosa una chiara distinzione.

Può essere pertanto utile indagare il rilievo delle determinanti di natura finanziaria del credito interaziendale e l'esistenza di relazioni di sostituibilità o di complementarità del credito interaziendale nel confronto con altre forme di finanziamento da terzi.

Le piccole e medie imprese possono subire le condizioni di vendita dei fornitori che godono di un maggiore potere di mercato: l'offerta di credito commerciale, imposta dallo sfruttamento del potere di mercato dei fornitori, può determinare l'adozione di una strategia di bilanciamento della posizione, finanziando l'offerta di credito commerciale con il debito commerciale. Per approfondire le ragioni finanziarie del ricorso al credito interaziendale è quindi utile cogliere l'esistenza di una interrelazione tra le scelte di politica di credito e debito commerciale.

Per quanto sostenuto in letteratura e per le ragioni esposte si formulano le seguenti ipotesi di ricerca:

HP2: Esiste una stretta relazione di interdipendenza tra politica del credito commerciale e politica del debito commerciale per le piccole e medie imprese

HP3: Coesistono condizioni di sostituibilità e di complementarità tra credito interaziendale e finanziamenti bancari o da terzi per le piccole e medie imprese

3. Metodologia e variabili di analisi

In coerenza con la letteratura, per la verifica delle ipotesi di ricerca si utilizzano modelli di regressione lineare con orizzonte temporale annuale e si replicano i modelli per i tre anni oggetto di osservazione. Le variabili utilizzate per le analisi sono presentate nella Tabella n. 1.

Per la verifica della prima ipotesi di ricerca il modello è il seguente:

$$Y_{ik} = \alpha + \beta_1 CRCLTA_i + \beta_2 DEFORTA_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 GROWTH_i + \beta_5 DSIZE_i + \beta_6 INBANEL_i + \beta_7 INBANOL_i + \beta_8 INALEN_i + \beta_9 INALOL_i + \beta_{10} SOLVENCYRA_i + \beta_{11} LIQUIDITYRA_i + \beta_{12} LOGETA_i + \beta_{13} DUMAREA_i + \varepsilon$$

Dove i identifica le singole osservazioni del campione; Y_{ik} è la misura di performance espressa attraverso le k variabili indipendenti; β_1, β_2, \dots sono i parametri che devono essere stimati con il modello; α è la costante del modello ed ε l'errore.

La variabile dipendente è rappresentata, alternativamente, dai seguenti indici di redditività: ROA e ROI.

Le variabili indipendenti utili a verificare la prima ipotesi di ricerca sono rappresentate dalla incidenza del credito verso clienti sul totale attivo (CRCLTA) e dalla incidenza dei debiti verso fornitori sul totale attivo (DEFORTA).

Le variabili di controllo sono rappresentate da indici che sintetizzano la relazione dell'impresa con il sistema bancario e con altri finanziatori (INBANEL, INBANOL, INALEN, INALOL), le condizioni di equilibrio finanziario e patrimoniale (SOLVENCYRA, LIQUIDITYRA) e le caratteristiche generali delle imprese (LOGETA, GROWTH, SIZE, DSIZE, DUMAREA).

Per la verifica della seconda e terza ipotesi di ricerca i modelli sono i seguenti:

$$Y_{ik} = \alpha + \beta_1 INBANEL_i + \beta_2 INBANOL_i + \beta_3 INALEN_i + \beta_4 INALOL_i + \beta_5 ONFIN_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 ROE_i + \beta_8 CURRENTRA_i + \beta_9 SOLVENCYRA_i + \beta_{10} LDIM_i + \beta_{11} LOGETA_i + \beta_{12} DUMAREA_i + \varepsilon$$

$$Y_{ik} = \alpha + \beta_1 INBANEL_i + \beta_2 INBANOL_i + \beta_3 INALEN_i + \beta_4 INALOL_i + \beta_5 ONFIN_i + \beta_6 ROS_i + \beta_7 ROE_i + \beta_8 CURRENTRA_i + \beta_9 SOLVENCYRA_i + \beta_{10} LDIM_i + \beta_{11} LOGETA_i + \beta_{12} DUMAREA_i + \beta_{13} VARSPEC_i + \varepsilon$$

Dove i identifica le singole osservazioni del campione; Y_{ik} è la variabile dipendente espressa attraverso le k variabili indipendenti; β_1, β_2, \dots sono i parametri che devono essere stimati con il modello; α è la costante del modello ed ε l'errore.

Generalmente le imprese adottano una combinazione dei crediti e dei debiti commerciali che risulta coerente sia in termini di ammontare che in termini di durata. Tuttavia la politica commerciale sul fronte dei crediti verso i clienti e dei debiti verso i fornitori può essere influenzata da fattori esterni di natura economica o finanziaria, soprattutto in situazioni di crisi. L'analisi, pertanto, considera separatamente i debiti ed i crediti commerciali per valutare l'esistenza di motivazioni finanziarie nelle scelte di concessione di dilazioni di pagamento e/o nelle le scelte di ricorso al debito commerciale: le variabili dipendenti sono rappresentate, alternativamente, dall'incidenza dei crediti verso clienti sul totale attivo (CRCLTA) e dalla incidenza dei debiti verso fornitori sul totale attivo (DEFORTA).

I predittori utili a verificare la seconda e terza ipotesi di ricerca sono INBANEN, INBANOL, INALEN, INALOL, ONFIN, riferiti all'incidenza dell'indebitamento verso banche e verso terzi di breve e di medio lungo termine sul patrimonio netto ed all'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato complessivo. Le variabili indipendenti di controllo sono riferite alle caratteristiche generali delle imprese (LDIM, LOGETA e DUMAREA) ed alle condizioni di equilibrio economico e finanziario (ROS, ROE, CURRENTRA, SOLVENCYRA).

L'esistenza di una relazione di dipendenza significativa del credito o debito di fornitura rispetto alle variabili finanziarie indipendenti conferma l'utilizzo del credito interaziendale con finalità di tipo finanziario.

L'esistenza di una relazione di dipendenza di tipo diretto della variabile DEFORTA rispetto al finanziamento bancario mostra condizioni di sistema che consentono un uso *complementare* del finanziamento interaziendale rispetto al finanziamento bancario. L'esistenza di una relazione di dipendenza di tipo inverso segnala un uso *sostitutivo* del finanziamento interaziendale rispetto al finanziamento bancario.

Si indaga, inoltre, la dinamica del rapporto tra credito mercantile netto e totale attivo (CRMERTA). Il credito mercantile netto è una grandezza significativa ai fini dell'analisi, in quanto rappresenta l'ammontare di capitale circolante che deve trovare copertura con finanziamenti esterni: si tratta, pertanto, di una grandezza intrinsecamente connessa a motivazioni di carattere finanziario. L'esistenza di relazioni di dipendenza significativa della variabile CRMERTA rispetto alle variabili finanziarie indipendenti ribadisce il rilievo delle motivazioni di tipo finanziario nel ricorso al credito di fornitura.

La differenza tra i due modelli riferiti alla seconda direttrice di indagine consiste nella presenza di una variabile indipendente aggiuntiva, speculare rispetto alla variabile dipendente (VARSPEC): nel modello che presenta quale variabile dipendente l'incidenza del credito commerciale sul totale attivo di bilancio è stata considerata tra le variabili esplicative l'incidenza del debito commerciale; viceversa nel caso del modello che presenta quale variabile dipendente l'incidenza del debito commerciale sul totale attivo (Fabbri e Klapper 2008, Gibilaro Mattarocci 2010). Se la scelta di includere la variabile speculare risulta statisticamente significativa e determina un miglioramento della bontà statistica del modello, le politiche di gestione del credito e debito commerciale possono essere considerate strettamente interrelate.

4. Campione e dati

Il campione di riferimento è costituito da imprese di piccola e media dimensione i cui bilanci sono disponibili nella banca dati Aida Bureau Van Dijk a febbraio 2013.

Le imprese presentano le caratteristiche elencate di seguito:

- stato giuridico: ditta attiva; ditta indipendente;
- numero dipendenti maggiore o uguale a 1 ed inferiore a 250;
- totale attivo inferiore a 43 milioni di euro;
- disponibilità bilancio: bilancio non consolidato dettagliato per gli anni 2008, 2009, 2010, 2011.

Il campione è composto da imprese localizzate in tutto il territorio nazionale ed è ben diversificato in termini sia geografici che settoriali, secondo la classificazione ATECO 2007¹.

Dal punto di vista geografico la maggioranza delle imprese è localizzato a Nord: il campione riflette, pertanto, il sistema economico e produttivo italiano, caratterizzato da una maggiore numerosità delle imprese localizzate nelle regioni settentrionali rispetto alle imprese localizzate nelle regioni centro meridionali.

La dimensione del campione varia nel tempo in funzione della disponibilità dei dati. La numerosità del campione è pari a 2049 per gli anni 2009 e 2010 ed a 2038 per l'anno 2011.

Per le diverse analisi condotte la mancanza di dati riferiti ad alcune variabili riduce la numerosità del campione che pertanto presenta una dimensione minima di 1818 imprese, ed una dimensione massima di 2023 imprese; la parte più rilevante del campione non è variabile nel tempo.

Le statistiche descrittive sono calcolate sui dati disponibili per ciascun anno oggetto di osservazione e sono presentate nelle Tabelle n. 2, 3 e 4 in Appendice.

¹ Per approfondimenti sulla classificazione ATECO 2007 è possibile consultare il sito dell'Istituto Italiano di Statistica, www.istat.it

L'analisi è condotta negli anni 2009, 2010, 2011, in cui risulta conclamato l'impatto della crisi finanziaria sul sistema economico italiano: le difficoltà finanziarie generate dalla crisi ribadiscono il rilievo del credito commerciale quale asset per ottenere finanziamenti da parte delle banche.

5. Risultati dell'analisi

I risultati dei modelli econometrici sono discussi analizzando inizialmente la prima ipotesi di ricerca e considerando, in prima battuta, l'analisi di correlazione, quindi i risultati dei modelli di regressione.

Nelle tabelle n. 3, 5 e 7 è riportata l'analisi di correlazione riferita ai tre anni oggetto di osservazione. Per la prima direttrice è possibile osservare, per tutti gli anni oggetto di indagine, la presenza di una correlazione significativa tra gli indici di redditività delle imprese e le variabili predittive CRCLTA e DEFORTA. In particolare, per quanto riguarda la variabile che rappresenta l'incidenza dei crediti verso clienti sul totale attivo è possibile osservare una correlazione significativa e positiva nei tre anni con le variabili ROA e ROI. In tutti i casi la correlazione è significativa al livello 0,01 ed il coefficiente non raggiunge valori molto elevati. Per quanto riguarda la variabile che rappresenta l'incidenza dei debiti verso fornitori sul totale attivo è possibile osservare una correlazione significativa e positiva negli anni 2009 e 2010 con il ROI. Nel 2011 la correlazione è significativa e positiva con ROI e significativa e negativa con il ROA.

L'osservazione dei risultati dell'analisi di regressione consente di affermare che la prima ipotesi di ricerca risulta verificata (Tab. n. 8 e 9).

Il modello di regressione lineare è statisticamente significativo nei tre anni oggetto di osservazione e per entrambe le variabili dipendenti, sebbene la capacità predittiva risulti piuttosto limitata. Il risultato del test di collinearità consente di escludere problemi di collinearità tra le variabili: il valore dei *Variance Inflation Factor* (VIF) è sempre inferiore alla soglia critica indicata dalla letteratura (Fox 1997). Il risultato del *White heteroskedasticity test* rileva problemi di eteroschedasticità, si procede, pertanto, ad una analisi con errori standard robusti.

Per le variabili dipendenti ROA e ROI si manifesta una significativa relazione di dipendenza diretta con la variabile CRCLTA per tutti gli anni oggetto di osservazione. Con evidenza si afferma il contributo del credito di fornitura alla redditività del totale attivo ed alla redditività della gestione operativa delle imprese.

La relazione tra le variabili dipendenti ed il regressore DEFORTA non presenta medesima costanza nei risultati riferiti ai tre anni ed agli stessi indici di redditività. Si osserva infatti una relazione significativa e diretta solo per la variabile ROI, per i tre anni oggetto di osservazione. Il ROA non presenta relazione di dipendenza significativa con DEFORTA. In definitiva l'incidenza dei debiti verso fornitori contribuisce alla redditività del capitale investito delle imprese, ma risulta non influente sulla redditività del totale attivo.

Passando a considerare la seconda e terza ipotesi di ricerca, anche in questo caso si procede in prima battuta, al commento dei risultati dell'analisi di correlazione, quindi dei risultati dei modelli di regressione.

Nelle tabelle n. 3, 5 e 7 è riportata l'analisi di correlazione riferita ai tre anni oggetto di osservazione. Le variabili dipendenti considerate (CRCLTA, DEFORTA e CRMERTA) presentano una correlazione significativa e diretta, per i tre anni dell'analisi, con la variabile INBANEN, che rappresenta l'incidenza dei debiti bancari di breve termine sul patrimonio netto. Costante e ripetuta

per i tre anni si manifesta anche la correlazione significativa ed inversa delle variabili dipendenti con la variabile ONFIN che rappresenta l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato. Infine risulta interessante anche la correlazione delle tre variabili dipendenti con LDIM che rappresenta la dimensione dell'impresa: per i tre anni la correlazione è positiva per CRCLTA e CRMERTA ed inversa per DEFORTA. Le correlazioni con gli altri repressori significativi non presentano una medesima costanza nel segno e nella significatività.

L'osservazione dei risultati dell'analisi di regressione consentono di affermare che la seconda e terza ipotesi di ricerca sono verificate (Tab. n. 10, 11, 12). I modelli di regressione lineare sono statisticamente significativi nei tre anni oggetto di osservazione e per tutte le tre variabili dipendenti, considerate alternativamente. Il risultato dei test di collinearità consente di escludere problemi di collinearità tra le variabili: il valore dei *Variance Inflation Factor* (VIF) è sempre inferiore alla soglia critica indicata dalla letteratura (Fox 1997). Il risultato del *White heteroskedasticity test* rileva problemi di eteroschedasticità, si procede, pertanto, anche per la seconda direttrice di indagine ad analisi con errori standard robusti.

La seconda ipotesi di ricerca è sottoposta a verifica attraverso il confronto tra modelli lordi, che non considerano tra i regressori anche la variabile speculare alla variabile dipendente, e modelli netti, che invece considerano tra i regressori anche la variabile speculare alla variabile dipendente. Il confronto tra modelli lordi e netti dimostra che i modelli netti consentono di migliorare la bontà statistica (il valore del R quadro aumenta significativamente) e si può quindi ritenere, in linea con la letteratura di riferimento (Fabbri e Klapper 2008, Gibilaro Mattarocci 2010) ed a conferma della seconda ipotesi di ricerca, che le scelte di gestione dei crediti e dei debiti commerciali - e l'incidenza degli stessi nei bilanci delle piccole e medie imprese italiane - siano strettamente interrelate.

Le variabili di natura finanziaria – che rappresentano l'incidenza degli oneri finanziari e dell'indebitamento verso banche e verso terzi - identificate come rilevanti per la determinazione dell'incidenza del credito e debito commerciale risultano significative per la variabile dipendente CRCLTA e conservano la medesima significatività nel modello lordo e nel modello netto nei tre anni oggetto di osservazione

I medesimi regressori, rispetto alla variabile dipendente DEFORTA presentano invece segno costante, ma negli anni si modifica, per alcuni di essi, l'intensità della relazione nei due modelli econometrici, in particolare nel caso dell'incidenza dell'indebitamento bancario di breve termine e nel caso dell'incidenza dell'indebitamento verso terzi di medio lungo termine: la relazione di dipendenza con la variabile INBANEN presenta una significatività maggiore nei modelli netti rispetto ai modelli lordi; la relazione di dipendenza con la variabile INALOL presenta una significatività inferiore nel 2009 e 2010 nei modelli netti rispetto ai modelli lordi.

La verifica della terza ipotesi di ricerca considera i risultati dei modelli netti ed è riferita alla coesistenza condizioni di sostituibilità e di complementarità tra credito interaziendale ed altre fonti di finanziamento da terzi per le piccole e medie imprese.

Il rilievo delle motivazioni di tipo finanziario nel ricorso al credito commerciale risulta evidente nella relazione tra la variabile dipendente CRCLTA e la variabile ONFIN, che rappresenta l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato dell'impresa: la relazione è costantemente significativa ed inversa per tutti gli anni oggetto di osservazione.

A maggiore sostegno delle ragioni di tipo finanziario è anche la presenza di una relazione statisticamente significativa della variabile dipendente CRCLTA rispetto a tutte le variabili che esprimono l'incidenza dell'indebitamento verso banche e verso terzi, sia di breve che di medio

lungo termine. La relazione è diretta nel solo caso della variabile che rappresenta l'incidenza dell'indebitamento verso banche di breve termine; la relazione con le variabili INBANOL, INALEN, INALOL è invece una relazione inversa.

La presenza di una relazione di dipendenza significativa dell'incidenza del credito di fornitura rispetto al finanziamento bancario o da terzi, di tipo diretto, è sintomo di condizioni di doppia intermediazione e di complementarità nell'uso del credito da terzi e del credito commerciale. La presenza di una relazione di tipo inverso è sintomo di condizioni di sostituibilità. L'osservazione dei risultati della analisi riferiti alla incidenza del credito commerciale manifesta la convivenza di condizioni di complementarità e sostituibilità tra credito interaziendale e finanziamento da terzi, validando la terza ipotesi di ricerca. In particolare la presenza di una relazione funzionale diretta con i finanziamenti bancari di breve termine manifesta il rilievo delle motivazioni di carattere transattivo, oltre che strettamente finanziario, nella concessione di crediti commerciali.

Anche per la variabile DEFORTA è possibile osservare la presenza di relazioni statisticamente significative con le variabili predittive di tipo finanziario. In particolare si conferma la relazione significativa ed inversa con la variabile ONFIN per tutti gli anni oggetto di osservazione. Similmente è presente in tutti gli anni una relazione statisticamente significativa con l'incidenza dei debiti bancari a breve termine (INBANEN), e con l'incidenza dei debiti verso altri finanziatori di medio lungo termine (INALOL), ma in questo caso la relazione è sempre inversa. La presenza di una relazione di dipendenza di tipo inverso evidenzia condizioni di sostituzione nell'uso delle diverse fonti di finanziamento: un maggiore ricorso al finanziamento da terzi o bancario determina un minore ricorso al credito di fornitura.

La relazione con la variabile predittiva INALOL assume significatività statistica solo nel 2010 e tale significatività si accresce nel 2011. Anche per la variabile che rappresenta l'incidenza dei debiti verso banche di medio lungo termine (INBANOL) si osserva la presenza di significatività statistica solo nel 2011: le variabili predittive di natura finanziaria di medio lungo termine presentano maggiore rilievo a seguito dell'inasprirsi della crisi finanziaria e del credito.

Passando a commentare le variabili indipendenti che rappresentano le caratteristiche delle imprese, si osserva l'impatto della variabile DUMAREA (dummy che assume valore 1 per le imprese localizzate nelle regioni centro settentrionali e valore 0 per le regioni del sud ed isole) sia per CRCLTA che per DEFORTA: nel primo caso la relazione è diretta e rende evidente una maggiore intensità dell'incidenza dell'offerta di credito nelle regioni centro settentrionali; nel secondo caso la relazione è inversa e manifesta un maggior ricorso al finanziamento interaziendale nelle regioni del Meridione d'Italia (Cannari et al. 2005), regioni più deboli e nelle quali più facilmente si realizza razionamento del credito nei confronti delle piccole e medie imprese.

Per la variabile dipendente DEFORTA è possibile osservare, a differenza di quanto risulta per la variabile CRCLTA, relazioni statisticamente significative anche con i predittori LDIM e LOGETA che rappresentano la dimensione e l'età dell'impresa, rispettivamente. Il ricorso al credito di fornitura è tanto maggiore quanto più bassa è l'età dell'impresa, lasciando intuire condizioni di razionamento del credito, determinate dalla opacità delle imprese più giovani, e compensate dal ricorso al finanziamento interaziendale.

Considerazioni simili si possono effettuare anche in riferimento alla variabile LDIM. Per le imprese la dimensione ridotta può essere considerata una proxy dell'affidabilità e della opacità: la relazione inversa tra LDIM e l'incidenza dei debiti verso fornitori manifesta un maggior ricorso al credito di fornitura quanto minore è la dimensione dell'impresa, confermando, anche in questo caso,

l'ipotesi, sostenuta in letteratura, che il debito commerciale sia utilizzato come sostituto del credito bancario o da terzi.

La convivenza di condizioni di complementarità e di sostituibilità tra crediti interaziendali e finanziamenti da terzi o bancari è ribadita anche dai risultati del modello di regressione che considera la variabile dipendente CRMERTA (incidenza del credito mercantile netto).

L'esistenza di una relazione di dipendenza significativa e diretta di CRMERTA con le fonti di finanziamento esterno offre sostegno alla ipotesi di un uso complementare del credito commerciale rispetto al finanziamento da terzi o bancario: le imprese si orientano alla minimizzazione dell'ammontare del fabbisogno finanziario in situazioni di restrizione creditizia e ad un maggiore utilizzo in casi di maggiore disponibilità del credito bancario. Al contrario una relazione di dipendenza di tipo non diretto rende evidente un uso sostitutivo del credito commerciale rispetto al finanziamento da terzi, manifestando una minimizzazione dell'ammontare del fabbisogno finanziario in situazioni di espansione creditizia. L'osservazione dei dati ribadisce la coesistenza di condizioni di complementarità e sostituibilità in quanto la variabile CRMERTA presenta una significativa relazione di tipo diretto con il finanziamento bancario di breve termine e di tipo inverso con il finanziamento bancario di medio lungo termine (INBANOL) e con il finanziamento da terzi di breve termine (INALEN).

6. Conclusioni

L'analisi condotta ha evidenziato le complesse ragioni del ricorso al credito commerciale, determinate da fattori interni ed esterni alle imprese, da motivazioni di carattere reale, transattivo o finanziario. Il lavoro svolto si inserisce nel filone della letteratura che riguarda il rilievo delle motivazioni di tipo reale e finanziario nel ricorso al credito commerciale e le possibili condizioni di sostituibilità (Petersen e Rajan 1997) o di complementarità (Biais e Gollier 1997) tra credito commerciale e finanziamento da terzi. Si orienta, inoltre, alla verifica della possibile convivenza delle condizioni di sostituibilità e di complementarità (Alphonse Ducret e Severin 2004).

L'obiettivo è quello di arricchire le analisi empiriche su un fenomeno che in Italia presenta una dimensione quantitativa molto elevata, offrendo spunti di riflessione ed un contributo al dibattito, attraverso l'evidenza delle relazioni esistenti tra credito commerciale e redditività delle imprese di piccola e media dimensione e tra finanziamento da terzi e finanziamento interaziendale, in un contesto di mercato tra i più significativi a livello europeo.

Per molte imprese italiane durante la crisi si è ampliato il fabbisogno finanziario legato al capitale circolante. Si sono allungati i tempi di pagamento nelle transazioni commerciali e questo ha generato maggiori difficoltà nel comporre gli equilibri finanziari, soprattutto per le imprese minori e con minore forza contrattuale (Banca d'Italia 2010, 2011, 2012), e ribadito il rilievo del ricorso al finanziamento interaziendale con motivazioni di tipo reale, transattivo e finanziario.

I risultati del lavoro confermano il contributo del credito di fornitura alla redditività dell'attivo ed alla redditività della gestione operativa delle imprese, in tutti gli anni oggetto di osservazione: l'analisi ribadisce il costante rilievo delle motivazioni di tipo reale nella concessione del credito di fornitura negli anni della crisi.

L'analisi rende evidenza del fatto che le scelte di gestione dei crediti e dei debiti commerciali e l'incidenza degli stessi nei bilanci delle piccole e medie imprese italiane siano strettamente interrelate.

L'osservazione dei risultati della analisi riferiti alla incidenza del debito di fornitura segnala una relazione di sostituzione tra debiti interaziendali e finanziamenti da terzi o bancari. Nel corso degli anni, cresce la significatività della relazione di dipendenza, a segnalare che il prolungarsi della crisi rende più incisive le motivazioni finanziarie di ricorso al debito di fornitura e a ribadire l'importante funzione di sostituzione del debito interaziendale rispetto ai finanziamenti da terzi o bancari.

L'ipotesi della coesistenza tra complementarità e sostituibilità risulta verificata osservando i risultati riferiti all'incidenza del credito commerciale ed all'incidenza del credito mercantile netto. In particolare, si osserva una relazione funzionale inversa tra l'incidenza del credito commerciale e le variabili che rappresentano l'incidenza dei debiti bancari di medio lungo e l'incidenza dei finanziamenti da terzi sia di breve che di medio lungo termine. La presenza di una relazione di tipo inverso è sintomo di condizioni di sostituibilità del credito commerciale rispetto ai finanziamenti bancari o da terzi. Si osserva, tuttavia, anche una relazione funzionale diretta tra l'incidenza del credito commerciale e l'incidenza dei finanziamenti bancari di breve termine a testimonianza di relazioni di complementarità tra le due variabili; su questo fronte è anche evidenziato il rilievo di motivazioni di carattere transattivo, oltre che strettamente finanziario, nella concessione di crediti commerciali. In definitiva i risultati dell'analisi confermano la convivenza di condizioni di complementarità e sostituibilità tra credito interaziendale e finanziamento da terzi.

Quanto alla variabile che rappresenta l'incidenza del credito mercantile netto, anche in questo caso i risultati confermano la coesistenza di condizioni di complementarità e sostituibilità, in quanto si osserva una significativa relazione di tipo diretto con il livello di finanziamento bancario di breve termine e di tipo inverso con l'incidenza del finanziamento bancario di medio lungo termine e del finanziamento da terzi di breve termine.

In linea con la letteratura di riferimento (*inter alia*: Alphonse Ducret e Severin 2004) i risultati del presente lavoro consentono di affermare che sostituibilità e complementarità tra credito commerciale e finanziamento bancario e da terzi sono ipotesi che possono verificarsi in una medesima realtà economico-finanziaria, senza escludersi vicendevolmente e che le condizioni di sostituibilità e/o complementarità convivono con le prevalenti motivazioni reali di ricorso al credito commerciale.

Secondo la letteratura l'utilizzo del credito commerciale con finalità di tipo finanziario deriva da imperfezioni del sistema finanziario (Fisman e Love 2001; Demirguc Kunt e Maksimovic 2001; Biais e Gollier 1997; Frank e Maksimovic 1998). Nel contesto italiano, caratterizzato da una elevata opacità informativa e da un ampio ricorso al pluriaffidamento, il credito commerciale può contribuire a perseguire gli equilibri di gestione delle piccole e medie imprese ed una corretta funzione di finanziamento del ciclo produttivo.

Il credito commerciale può anche facilitare l'accesso al finanziamento esterno, soprattutto per le imprese per le quali i problemi di opacità determinano un razionamento del credito bancario. L'accesso al credito commerciale migliora, infatti, la visibilità e la trasparenza delle imprese prenditrici di fondi, rendendo le banche più disponibili ad erogare finanziamenti.

La relazione dinamica e complementare tra credito commerciale e credito bancario può generare, pertanto, un virtuoso effetto di sviluppo del sistema finanziario: le imprese usano credito commerciale anche perché sono soggette a razionamento del credito, ma contemporaneamente il credito commerciale può agire come segnale e rivelare informazioni alle banche circa l'affidabilità delle imprese finanziate dai propri fornitori, facilitandone l'accesso al mercato creditizio.

Non sorprende quindi il contributo del credito interaziendale alla redditività delle imprese. Il creditore commerciale gode, infatti, di tre tipi di vantaggio rispetto agli altri finanziatori: una migliore capacità di valutare l'affidabilità dell'impresa alla quale si concede la dilazione, un agevole recupero del credito in caso di insolvenza del debitore e una maggiore forza contrattuale che deriva dalle relazioni commerciali sottostanti la dilazione di pagamento.

In contesti caratterizzati dalla presenza di piccole e medie imprese ed in situazioni di crisi economica e finanziaria e di sfiducia generalizzata si ribadisce, pertanto, la stretta interconnessione tra motivazioni di tipo reale e di tipo finanziario di ricorso al credito interaziendale.

Riferimenti bibliografici

- Alphonse, P. Ducret, J. Severin, E. (2004), *When trade credit facilitates access to bank finance: Evidence from US small business data*, EFMA Base meetings Paper.
- Assifact (2010), *Relazione andamento del factoring 2009/2010*, Milano.
- Banca d'Italia *Bollettino Statistico*, anni vari, Roma.
- Banca d'Italia *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, anni vari Roma.
- Banca d'Italia *L'economia delle regioni italiane*, anni vari, Roma.
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari, Roma.
- Biais, B. Gollier, C. (1997), Trade Credit and Credit Rationing, *Review of Financial Studies*, Vol. 10, N. 4.
- Cannari, L. Chiri, S. Omiccioli, M. (2004), Condizioni del credito commerciale e differenziazione della clientela, Banca d'Italia, *Temi di discussione*, N. 495.
- Cannari, L. Chiri, S. Omiccioli, M. (2005), *Imprese o intermediari? Aspetti finanziari e commerciali del credito tra imprese in Italia*, Il Mulino.
- Carmignani, A. (2004), Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale, Banca d'Italia, *Temi di discussione*, N. 497.
- Carretta, A. (2009), *Indagine sulla domanda di factoring. Conoscenza, modalità di utilizzo, valutazione della convenienza e prospettive del factoring nelle imprese italiane*, SDA Bocconi School of Management, Milano.
- Demirguc-Kunt, A. Maksimovic, V. (2001), Firms as Financial Intermediaries: evidence from trade credit data, *World Bank Policy Research Working Paper* N. 2696, World Bank Development Research Group (DECRG) and University of Maryland.
- Duca, J. (1986), Trade credit and credit rationing: a theoretical model, *Board of Governors of the Federal Reserve System, Research Papers in Banking and Financial Economics*, 94.

- Emery, G.W. (1987), An optimal financial response to variable Demand, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, N. 22.
- Emery, G.W. (1984), A pure financial explanation for trade credit, *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 19.
- Fabbri, D. Klapper, L. (2008), Market power and the matching of trade credit terms, *World Bank Policy research working paper*, N. 4754.
- Ferris, J.S. (1981), A transactions theory of trade credit use, *Quarterly journal of Economics*, Vol. 56, N.2.
- Finaldi Russo, P. Leva, L. (2004), Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?, *Temi di discussione*, Banca d'Italia.
- Fisman, R. Love, I. (2001), Trade credit, financial intermediary development and industry growth, *working paper*.
- Forestieri G. (1975), *Il credito mercantile*, Giuffrè.
- Fox, J. (1997) *Applied regressions analysis, linear models, and related methods*, Sage Publications, USA.
- Frank, M. Z., Maksimovic, V. (1998), Trade Credit, Collateral and Adverse Selection, University of Maryland, *Working Paper*.
- Gibilaro, L. Mattarocci, G. (2010), Le variabili predittive della posizione netta in credito commerciale: evidenze empiriche per le imprese italiane, *Credifact, Discussion Paper Series*, N.1.
- Gobbi (2007), *Tendenze evolutive del rapporto banca-impresa in Italia*, in Monferrà S. (a cura di) *Il rapporto banca-impresa in Italia. Strategie, credito e strumenti innovativi*, Bancaria Editrice, Roma.
- Huyghebaert, N. (2006), On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Business Start-ups, *Journal of Business Finance & Accounting*, Jan-Mar, Vol. 33.
- Jaffe, D.M. Stiglitz, J.E. (1990), *Credit rationing*, in Friedman B.M. e Hahn F.H., (a cura di) *Handbook of Monetary Economics*, Amsterdam, North Holland.
- Lee, Y.W. Stowe, J.D. (1993), Product risk, asymmetric information, and trade credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, N. 2.
- Long, M.S. Malitz, I.B. Ravid, S.A. (1993), Trade Credit, Quality guarantees, and Product Marketability, *Financial Management*, Vol. 22, N. 4.
- Mian, S.L. e Smith, C.W. (1992), Accounts receivable policy management: theory and evidence, *Journal of Finance*, Vol. 47.

- Monferrà, S. (a cura di) (2007), *Il rapporto banca-impresa in Italia. Strategie, credito e strumenti innovativi*, Bancaria Editrice, Roma.
- Panetta (2003), Evoluzione del sistema bancario e finanziamento dell'economia nel Mezzogiorno, Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, N. 467.
- Petersen, M.A. Rajan, R.G. (1997), Trade credit: theories and evidence, *The Review of Financial Studies*, Vol. 10.
- Pike R., Nam Sang Cheng, Cravens K. (2005), Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence From Three Continents, *Journal of Business Finance & Accounting*, Jun/Jul, Vol. 32.
- Schwartz, R.A. (1974), An economic model of trade credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9.
- Schwartz, R.A. Whitcomb, D.K. (1978), Implicit transfers in the extension of trade credit, in K.E. Boulding e T.F. Wilson (a cura di), *Redistribution through the Financial System*, New York.
- Schwartz, R.A. Whitcomb, D.K. (1979), The trade credit decision, in Bicksler J. (ed), *Handbook of financial economics*, Amsterdam.
- Stiglitz, J.E. Weiss, A. (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 71.

Appendice

Tab. n. 1 Variabili di regressione

DENOMINAZIONE	DESCRIZIONE	MISURA
CRCLTA	Incidenza dei crediti verso clienti	Rapporto tra la somma dei crediti verso clienti a breve e a medio lungo termine ed il totale attività
DEFORTA	Incidenza dei debiti verso fornitori	Rapporto tra la somma dei debiti verso fornitori a breve e a medio lungo termine ed il totale attività
CRMERTA	Incidenza del credito mercantile netto	Rapporto tra la differenza tra crediti complessivi verso clienti e debiti complessivi verso fornitori ed il totale attività
ROA	Return on Assets	Rapporto tra utile netto ed il totale attività nell'esercizio
ROI	Return on Investment	Rapporto tra reddito operativo e capitale investito
ROS	Return on Sales	Rapporto tra reddito operativo e ricavi di vendita
ROE	Return on Equity	Rapporto tra reddito netto e capitale netto nell'esercizio
INBANEL	Incidenza dei debiti bancari a breve termine	Rapporto tra debiti bancari a breve termine e patrimonio netto
INBANOL	Incidenza dei debiti bancari a medio lungo termine	Rapporto tra debiti bancari a medio lungo termine e patrimonio netto
INALEN	Incidenza dei debiti verso altri finanziatori a breve termine	Rapporto tra debiti verso altri finanziatori a breve termine e patrimonio netto
INALOL	Incidenza dei debiti verso altri finanziatori a medio lungo termine	Rapporto tra debiti verso altri finanziatori a medio lungo termine e patrimonio netto
CURRENTRA	Current ratio	Rapporto tra attivo circolante e debiti a breve
SOLVENCYRA	Solvency ratio	Rapporto tra patrimonio netto e totale attivo
LIQUIDITYRA	Liquidity ratio	Rapporto tra differenza tra attivo circolante e totale rimanenze e debiti a breve
ONFIN	Incidenza degli oneri finanziari	Rapporto tra totale oneri finanziari e la somma dei ricavi di vendite ed altri ricavi
LDIM	Dimensione dell'impresa	Logaritmo naturale del numero dipendenti
SIZE	Dimensione dell'impresa	Logaritmo naturale del totale attività
DSIZE	Variabile dummy per la dimensione	Dummy pari a 1 se il numero dipendenti dell'impresa è maggiore o uguale a 50 e se il totale attività è maggiore o uguale a 10 milioni di euro
GROWTH	Crescita annuale delle vendite	Rapporto tra differenza tra vendite al tempo t e vendite al tempo t-1 e vendite al tempo t-1
LOGETA	Età dell'impresa	Logaritmo naturale dell'età dell'impresa nel momento dell'analisi
DUMAREA	Variabile dummy per la territorialità	Dummy pari a 1 se l'impresa è localizzata nelle regioni centro settentrionali

Tab. n. 2 Statistiche descrittive variabili di regressione - 2009

	Minimo	Massimo	Media	Deviaz. std.
CRCLTA	0,000	0,989	0,324	0,217
DEFORTA	0,000	0,979	0,242	0,178
CRMERTA	-0,845	0,800	0,082	0,211
ROA	-144,340	241,910	3,991	10,453
ROI	-27,980	29,970	5,865	9,205
ROS	-48,470	29,810	3,346	8,031
ROE	-131,700	95,700	3,664	21,063
INBANEN	0,000	49,119	1,094	2,866
INBANOL	0,000	60,872	0,544	2,335
INALEN	0,000	40,459	0,069	1,008
INALOL	0,000	6,580	0,041	0,323
CURRA	0,010	9,850	1,435	1,117
SOLRA	-40,870	99,640	34,244	22,428
LIQRA	0,010	9,850	1,093	1,034
ONFIN	0,000	52,620	1,810	3,722
LDIM	0,000	5,472	3,225	1,155
SIZE	1,607	10,666	8,832	1,163
DSIZE	0,000	1,000	0,479	0,500
GROWTH	-1,000	84,256	0,059	2,803
LOGETA	0,000	4,635	3,045	0,770
DUMAREA	0,000	1,000	0,820	0,384

Tab. n. 3 Correlazioni variabili di regressione – 2009

	CRCLTA	DEFORTA	CRMERTA	ROA	ROI	ROS	ROE	INBANEN	INBANOL	INALEN	INALOL	CURRA	SOLRA	LIQRA	ONFIN	LDIM	SIZE	DSIZE	GROWTH	LOGETA	DUMAREA	
CRCLTA	1																					
DEFORTA	0,445**	1																				
CRMERTA	0,653**	-0,388**	1																			
ROA	0,067**	-0,013	0,079**	1																		
ROI	0,201**	0,210**	0,039	0,907**	1																	
ROS	0,023	-0,087**	0,095**	0,619**	0,634**	1																
ROE	0,135**	0,092**	0,061**	0,548**	0,614**	0,503**	1															
INBANEN	0,220**	0,141**	0,107**	-0,067**	-0,059*	-0,071**	-0,092**	1														
INBANOL	-0,061**	-0,016	-0,049*	-0,045*	-0,046*	-0,049*	-0,084**	0,270**	1													
INALEN	-0,008	0,040	-0,042	-0,008	0,004	0,006	0,013	0,159**	0,006	1												
INALOL	-0,039	0,003	-0,043*	-0,019	-0,028	-0,016	-0,029	0,081**	0,072**	0,035	1											
CURRA	0,037	-0,204**	0,210**	0,176**	0,092**	0,151**	0,109**	-0,166**	-0,147**	-0,029	-0,070**	1										
SOLRA	-0,302**	-0,525**	0,134**	0,142**	-0,019	0,160**	0,067**	-0,390**	-0,222**	-0,080**	-0,117**	0,588**	1									
LIQRA	0,127**	-0,178**	0,280**	0,198**	0,125**	0,183**	0,149**	-0,153**	-0,136**	-0,035	-0,067**	0,941**	0,560**	1								
ONFIN	-0,255**	-0,229**	-0,069**	-0,145**	-0,170**	0,010	-0,120**	0,074**	0,180**	0,053*	0,046*	-0,230**	-0,081**	-0,234**	1							
LDIM	0,045*	-0,084**	0,117**	-0,060**	0,001	-0,032	-0,065**	-0,051*	-0,031	-0,027	-0,017	-0,012	0,004	-0,032	-0,165**	1						
SIZE	-0,008	-0,137**	0,107**	-0,134**	-0,073**	-0,006	-0,080**	0,010	-0,004	0,019	-0,036	-0,064**	0,109**	-0,091**	0,084**	0,590**	1					
DSIZE	0,062**	0,170**	-0,080**	0,051*	0,070**	-0,003	0,046*	0,014	0,015	-0,011	0,039	0,072**	-0,075**	0,080**	-0,046*	-0,577**	-0,677**	1				
GROWTH	-0,036	-0,001	-0,036	0,017	0,009	0,035	0,036	0,012	0,007	0,015	0,019	-0,045*	-0,033	-0,033	0,057*	-0,063**	-0,047*	0,025	1			
LOGETA	-0,014	-0,063**	0,039	0,046*	0,016	0,015	0,010	0,005	-0,019	-0,007	0,004	0,002	0,022	0,012	0,016	0,013	0,009	0,001	0,000	1		
DUMAREA	0,108**	-0,034	0,140**	0,020	0,013	-0,027	-0,035	0,037	-0,066**	-0,024	-0,052*	0,068**	0,057**	0,066**	-0,084**	0,121**	0,159**	-0,113**	-0,042	0,043	1	

Tab. n. 4 Statistiche descrittive variabili di regressione - 2010

	Minimo	Massimo	Media	Deviaz. std.
CRCLTA	0,000	0,983	0,328	0,217
DEFORTA	0,000	1,078	0,245	0,176
CRMERTA	-0,860	0,874	0,083	0,207
ROA	-98,960	144,110	4,008	8,718
ROI	-29,650	29,720	6,124	8,505
ROS	-47,020	29,790	3,619	6,927
ROE	-149,600	92,220	4,486	20,327
INBANEN	0,000	80,497	1,186	3,775
INBANOL	0,000	42,421	0,565	2,002
INALEN	0,000	34,443	0,076	1,119
INALOL	0,000	6,724	0,034	0,276
CURRA	0,000	10,000	1,418	1,090
SOLRA	-29,540	99,420	33,774	22,297
LIQRA	0,000	9,570	1,077	1,007
ONFIN	0,000	82,260	1,496	3,772
LDIM	0,000	5,501	3,238	1,141
SIZE	1,344	10,665	8,872	1,166
DSIZE	0,000	1,000	0,469	0,499
GROWTH	-1,000	20,080	0,132	0,860
LOGETA	0,693	4,644	3,121	0,696
DUMAREA	0,000	1,000	0,818	0,386

Tab. n. 5 Correlazioni variabili di regressione – 2010

	CRCLTA	DEFORTA	CRMERTA	ROA	ROI	ROS	ROE	INBANEN	INBANOL	INALEN	INALOL	CURRA	SOLRA	LIQRA	ONFIN	LDIM	SIZE	DSIZE	GROWTH	LOGETA	DUMAREA	
CRCLTA	1																					
DEFORTA	0,462**	1																				
CRMERTA	0,656**	-0,366**	1																			
ROA	0,067**	-0,035	0,100**	1																		
ROI	0,176**	0,142**	0,071**	0,883**	1																	
ROS	-0,005	-0,124**	0,099**	0,743**	0,616**	1																
ROE	0,118**	0,067**	0,067**	0,588**	0,596**	0,455**	1															
INBANEN	0,170**	0,104**	0,091**	-0,072**	-0,082**	-0,089**	-0,078**	1														
INBANOL	-0,063**	-0,030	-0,040	-0,080**	-0,097**	-0,039	-0,129**	0,393**	1													
INALEN	0,024	0,041	-0,010	-0,014	-0,023	-0,012	-0,013	0,306**	0,068**	1												
INALOL	-0,046*	-0,017	-0,033	-0,020	-0,012	0,028	-0,001	0,021	0,069**	0,015	1											
CURRA	0,020	-0,197**	0,188**	0,185**	0,160**	0,202**	0,105**	-0,135**	-0,172**	-0,028	-0,065**	1										
SOLRA	-0,315**	-0,525**	0,116**	0,136**	0,033	0,199**	0,067**	-0,326**	-0,262**	-0,083**	-0,108**	0,586**	1									
LIQRA	0,111**	-0,179**	0,269**	0,197**	0,174**	0,209**	0,129**	-0,125**	-0,163**	-0,029	-0,064**	0,937**	0,556**	1								
ONFIN	-0,227**	-0,217**	-0,053*	-0,113**	-0,163**	0,002	-0,099**	0,043	0,144**	0,011	0,064**	-0,204**	-0,050*	-0,200**	1							
LDIM	0,034	-0,051*	0,080**	0,001	0,074**	0,044	-0,008	-0,044	-0,015	-0,044	-0,013	-0,026	-0,010	-0,044	-0,183**	1						
SIZE	-0,014	-0,104**	0,074**	-0,088**	-0,073**	0,041	-0,024	0,012	0,026	0,017	-0,057*	-0,074**	0,102**	-0,104**	0,066**	0,597**	1					
DSIZE	0,044*	0,143**	-0,075**	0,033	0,014	-0,053*	-0,009	-0,022	-0,001	-0,019	0,052*	0,076**	-0,069**	0,084**	-0,045*	-0,574**	-0,683**	1				
GROWTH	0,007	0,034	-0,022	0,033	-0,013	0,066**	0,049*	0,056*	0,228**	0,006	0,006	-0,037	-0,081**	-0,053*	-0,001	-0,029	0,012	-0,014	1			
LOGETA	-0,104**	-0,238**	0,093**	-0,046*	-0,014	0,028	-0,095**	-0,105**	-0,097**	-0,046*	-0,072**	0,159**	0,291**	0,105**	-0,035	0,295**	0,348**	-0,206**	-0,037	1		
DUMAREA	0,119**	-0,019	0,141**	0,017	0,026	-0,031	-0,005	0,025	-0,017	-0,023	-0,109**	0,074**	0,046*	0,076**	-0,089**	0,110**	0,154**	-0,100**	-0,051*	0,124**	1	

Tab. n. 6 Statistiche descrittive variabili di regressione – 2011

	Minimo	Massimo	Media	Deviaz. std.
CRCLTA	0,000	0,969	0,330	0,217
DEFORTA	0,000	2,121	0,248	0,181
CRMERTA	-1,525	0,837	0,082	0,213
ROA	-195,570	85,230	3,581	9,932
ROI	-29,700	29,990	5,545	8,744
ROS	-49,990	29,690	2,920	7,898
ROE	-136,660	97,400	2,900	21,921
INBANEN	0,000	83,980	1,275	3,819
INBANOL	-2,138	36,861	0,599	1,909
INALEN	0,000	25,741	0,057	0,752
INALOL	0,000	6,723	0,029	0,259
CURRA	0,000	9,930	1,407	1,107
SOLRA	-39,620	99,680	33,065	22,128
LIQRA	0,000	9,870	1,057	1,032
ONFIN	0,000	83,150	1,740	4,098
LDIM	0,000	5,513	3,203	1,170
SIZE	2,394	10,659	8,902	1,149
DSIZE	0,000	1,000	0,455	0,498
GROWTH	-1,000	65,580	0,112	1,783
LOGETA	1,099	4,654	3,178	0,648
DUMAREA	0,000	1,000	0,817	0,387

Tab. n. 7 Correlazioni variabili di regressione – 2011

	CRCLTA	DEFORTA	CRMERTA	ROA	ROI	ROS	ROE	INBANEN	INBANOL	INALEN	INALOL	CURRA	SOLRA	LIQRA	ONFIN	LDIM	SIZE	DSIZE	GROWTH	LOGETA	DUMAREA	
CRCLTA	1																					
DEFORTA	0,441**	1																				
CRMERTA	0,646**	-0,401**	1																			
ROA	0,080**	-0,135**	0,196**	1																		
ROI	0,210**	0,147**	0,099**	0,900**	1																	
ROS	0,064**	-0,089**	0,139**	0,739**	0,653**	1																
ROE	0,147**	0,039	0,121**	0,654**	0,576**	0,491**	1															
INBANEN	0,166**	0,098**	0,086**	-0,085**	-0,097**	-0,092**	-0,095**	1														
INBANOL	-0,065**	-0,021	-0,048*	-0,071**	-0,105**	-0,052*	-0,078**	0,346**	1													
INALEN	0,001	0,038	-0,031	-0,019	-0,036	-0,053*	-0,022	0,051*	0,021	1												
INALOL	-0,050*	-0,023	-0,032	-0,042	-0,041	-0,021	-0,064**	0,015	0,007	0,026	1											
CURRA	0,035	-0,190**	0,197**	0,194**	0,140**	0,153**	0,127**	-0,145**	-0,192**	-0,031	-0,066**	1										
SOLRA	-0,287**	-0,511**	0,130**	0,166**	0,046*	0,163**	0,097**	-0,343**	-0,293**	-0,085**	-0,093**	0,582**	1									
LIQRA	0,132**	-0,169**	0,279**	0,209**	0,159**	0,164**	0,155**	-0,127**	-0,175**	-0,033	-0,058**	0,933**	0,540**	1								
ONFIN	-0,248**	-0,229**	-0,058**	-0,115**	-0,158**	-0,080**	-0,123**	0,061**	0,168**	0,031	0,056*	-0,204**	-0,078**	-0,204**	1							
LDIM	0,068**	-0,067**	0,126**	0,040	0,079**	0,060**	0,024	-0,025	-0,047*	-0,028	-0,026	-0,059**	-0,025	-0,076**	-0,190**	1						
SIZE	-0,021	-0,125**	0,084**	-0,021	0,001	0,047*	-0,004	0,011	0,024	0,007	-0,049*	-0,098**	0,065**	-0,134**	0,085**	0,612**	1					
DSIZE	0,019	0,140**	-0,099**	0,007	0,009	-0,045*	0,000	-0,016	0,003	-0,008	0,041	0,078**	-0,039	0,089**	-0,066**	-0,579**	-0,692**	1				
GROWTH	0,003	-0,025	0,024	0,027	0,012	0,024	0,038	-0,009	-0,016	-0,013	-0,006	-0,005	0,001	-0,011	-0,024	0,001	0,011	0,006	1			
LOGETA	-0,100**	-0,229**	0,093**	-0,009	0,000	0,028	-0,058**	-0,096**	-0,121**	-0,056*	-0,041	0,113**	0,264**	0,056*	-0,029	0,303**	0,342**	-0,198**	-0,001	1		
DUMAREA	0,089**	-0,030	0,116**	0,052*	0,086**	0,037	0,048*	0,021	-0,058**	-0,039	-0,097**	0,044*	0,047*	0,042	-0,085**	0,139**	0,158**	-0,123**	-0,030	0,128**	1	

Tab. n. 8 Credito interaziendale e redditività delle PMI

variabile dipendente ROA					
	2009		2010		2011
const	10,320 ***		9,063 ***		8,063 **
CRCLTA	5,040 ***		3,753 ***		5,041 ***
DEFORTA	1,338		-1,081		-0,508
SIZE	-1,385 ***		-0,667 **		-0,820 **
GROWTH	0,083		0,534 **		0,146
DSIZE	-1,365 **		-0,809 *		-1,007 *
INBANEN	-0,123 **		-0,096 **		-0,158 ***
INBANOL	0,044		-0,135		0,041
INALEN	0,134 ***		0,066		-0,036
INALOL	0,119		-0,073		-0,718
SOLVENCYRA	0,057 **		0,033 **		0,049 ***
LIQUIDITYRA	0,898 **		1,097 ***		1,210 ***
LOGETA	0,551 **		-0,628		-0,597
DUMMYAREA	0,058		0,080		1,295 ***
R ²	0,074041		0,068391		0,087545
F	9,374902		7,399781		9,539983
P-value(F)	3,76E-19		2,17E-14		1,49E-19
N. osservaz.	2014		2023		2016

Livello di significatività: (***)1%; (**)5%; (*)10%.

Tab. n. 9 Credito interaziendale e redditività delle PMI

variabile dipendente ROI			
	2009	2010	2011
const	2,510	10,142 ***	-1,318
CRCLTA	5,405 ***	4,272 ***	6,322 ***
DEFORTA	11,566 ***	7,513 ***	7,153 ***
SIZE	-0,380	-0,905 ***	0,120
GROWTH	0,087	0,001	0,082
DSIZE	-0,167	-1,759 ***	0,013
INBANEN	-0,314 ***	-0,192 **	-0,231 ***
INBANOL	0,040	-0,074	-0,074
INALEN	0,159 ***	0,013	-0,284
INALOL	-0,261	0,285	-0,307
SOLVENCYRA	0,012	0,011	0,022
LIQUIDITYRA	0,990 ***	1,341 ***	1,041 ***
LOGETA	0,407	0,004	-0,212
DUMMYAREA	0,044	0,282	1,555 ***
R ²	0,091895	0,083093	0,094117
F	13,43941	9,728103	12,33898
P-value(F)	6,63E-29	6,04E-20	3,00E-26
N. osservaz.	1818	1839	1822

Livello di significatività: (***)1%; (**)5%; (*)10%.

Tab. n. 10 Credito interaziendale – modelli lordi e netti

	variabile dipendente CRCLTA					
	2009 lordi	2009 netti	2010 lordi	2010 netti	2011 lordi	2011 netti
CONST	0,405 ***	0,212 ***	0,419 ***	0,201 ***	0,422 ***	0,217 ***
INBANEN	0,013 ***	0,014 ***	0,010 ***	0,012 ***	0,012 ***	0,013 ***
INBANOL	-0,013 ***	-0,011 ***	-0,020 ***	-0,015 ***	-0,019 ***	-0,014 ***
INALEN	-0,011 ***	-0,012 ***	-0,009 ***	-0,010 ***	-0,007 *	-0,007 **
INALOL	-0,037 ***	-0,031 **	-0,047 ***	-0,032 **	-0,029 *	-0,011
ONFIN	-0,014 ***	-0,008 ***	-0,012 ***	-0,006 ***	-0,013 ***	-0,007 ***
ROS	0,000	0,000	-0,001	0,000	0,000	0,001
ROE	0,002 ***	0,001 ***	0,001 ***	0,001 ***	0,001 ***	0,001 ***
CURRENTRA	0,046 ***	0,042 ***	0,048 ***	0,042 ***	0,049 ***	0,045 ***
SOLVENCYRA	-0,004 ***	-0,002 ***	-0,004 ***	-0,002 ***	-0,004 ***	-0,003 ***
LDIM	-0,002	0,007	-0,003	0,003	-0,001	0,006
LOGETA	-0,004	0,000	-0,005	0,002	-0,006	0,001
DUMAREA	0,041 ***	0,046 ***	0,048 ***	0,052 ***	0,032 **	0,038 ***
DEFORTA		0,358 ***		0,407 ***		0,358 ***
R ²	0,264021	0,313029	0,262088	0,327201	0,256548	0,306379
F	49,33392	65,1382	48,69421	67,29566	48,29719	67,47826
P-value(F)	1,60E-102	6,20E-141	3,00E-101	5,80E-145	5,60E-101	2,60E-146
N. osservaz.	1857	1857	1852	1852	1925	1925

Livello di significatività: (***)1%; (**)5%; (*)10%.

Tab. n. 11 Credito interaziendale – modelli lordi e netti

	variabile dipendente DEFORTA					
	2009 lordi	2009 netti	2010 lordi	2010 netti	2011 lordi	2011 netti
CONST	0,541 ***	0,466 ***	0,535 ***	0,445 ***	0,572 ***	0,493 ***
INBANEN	-0,002	-0,004 **	-0,003 *	-0,005 ***	-0,003	-0,005 ***
INBANOL	-0,006 *	-0,004	-0,012 *	-0,008	-0,015 ***	-0,012 ***
INALEN	0,003	0,005	0,002	0,004 *	-0,001	0,001
INALOL	-0,018 **	-0,011	-0,037 ***	-0,027 **	-0,051 ***	-0,046 ***
ONFIN	-0,016 ***	-0,013 ***	-0,013 ***	-0,011 ***	-0,015 ***	-0,013 ***
ROS	-0,002 ***	-0,002 ***	-0,002 ***	-0,002 ***	-0,001 **	-0,001 ***
ROE	0,001 ***	0,001 ***	0,001 ***	0,000 **	0,001 **	0,000
CURRENTRA	0,010 ***	0,002	0,016 ***	0,005 *	0,012 ***	0,003
SOLVENCYRA	-0,005 ***	-0,004 ***	-0,005 ***	-0,004 ***	-0,005 ***	-0,004 ***
LDIM	-0,023 ***	-0,022 ***	-0,015 ***	-0,015 ***	-0,019 ***	-0,019 ***
LOGETA	-0,008 **	-0,008 **	-0,017 ***	-0,016 ***	-0,018 ***	-0,017 ***
DUMAREA	-0,014	-0,022 **	-0,010	-0,020 **	-0,015	-0,021 **
CRCLTA		0,186 ***		0,217 ***		0,187 ***
R ²	0,414629	0,453608	0,392243	0,445872	0,412206	0,451604
F	75,12858	86,5255	69,86931	88,32376	77,02677	89,66533
P-value(F)	9,00E-150	7,40E-180	1,70E-140	7,40E-183	4,70E-154	1,00E-186
N. osservaz.	1857	1857	1852	1852	1925	1925

Livello di significatività: (***)1%; (**)5%; (*)10%.

Tab. n. 12 Credito mercantile netto

variabile dipendente CREMERTA			
	2009	2010	2011
CONST	-0,136 ***	-0,116 ***	-0,151 ***
INBANEN	0,015 ***	0,013 ***	0,015 ***
INBANOL	-0,007 ***	-0,008 ***	-0,004
INALEN	-0,014 ***	-0,011 ***	-0,007
INALOL	-0,019	-0,011	0,022
ONFIN	0,002	0,002	0,003 **
ROS	0,002 ***	0,001	0,002 **
ROE	0,000	0,001 **	0,001 ***
CURRENTRA	0,035 ***	0,032 ***	0,037 ***
SOLVENCYRA	0,001 **	0,000	0,001 **
LDIM	0,021 ***	0,012 **	0,019 ***
LOGETA	0,005	0,012	0,012
DUMAREA	0,055 ***	0,058 ***	0,047 ***
R ²	0,112461	0,102181	0,111125
F	19,1188	18,2148	16,53681
P-value(F)	1,08E-39	1,12E-37	5,25E-34
N. osservaz.	1857	1852	1925

Livello di significatività: (***)1%; (**)5%; (*)10%.