

INFLUENTA SISTEMULUI FINANCIAR GLOBAL ASUPRA GESTIUNII FINANCIARE A INTREPRINDERII

Introducere

Începutul unui proces efectiv de evoluție a sistemelor financiare poate fi situat în secolul al XIX-lea. Până atunci am asistat la apariția diverselor forme de bani, active financiare și instituții financiare. Dar aceste manifestări nu sunt decât niște forme primitive ale structurii financiare, întrucât nu se bazează pe o separare destul de stabilă și clară între economii și investiții în cadrul economiei naționale. Accentuarea și formalizarea separării între agenții cu capacitate de finanțare (economii) și agenții care au nevoie de finanțare (investiții) sunt singurele care permit fundamentarea existenței și a transformărilor unei structuri financiare evolute. Aceste condiții n-au fost pe deplin îndeplinite decât începând cu anul 1820, în țările care erau atunci cele mai dezvoltate, Marea Britanic și Franța.

De la declanșarea acestui proces, cinci tendințe principale par să-i caracterizeze desfășurarea urmărită de-a lungul a două secole, în majoritatea economiilor naționale.

În primul rând, dezvoltarea "suprastructurii financiare" e mai rapidă decât cea a "infrastructurii reale" a economiei. Astfel, când comparăm stocurile de active financiare cu stocurile de bogății reale, se observă o creștere progresivă a părții reprezentată de activele financiare în cadrul patrimoniilor. De asemenea, comparația între fluxurile de active financiare și fluxurile adiționale de bogății reale duce la constatarea faptului că emisiunile financiare amplifică dezvoltarea activităților reale.

În al doilea rând, asistăm la o mișcare de instituționalizare care se exprimă prin diversificarea și diferențierea, menționate deja, ale intermediarilor financiari specializați. Dar, în cadrul acestei mișcări, rolul instituțiilor nebancale crește progresiv. Avem în vedere faptul că băncile beneficiază de quasi-exclusivitate în primele stadii ale evoluției sistemelor financiare.

În al treilea rând, multiplicarea activelor financiare se reflectă într-o creștere mai rapidă a titlurilor pe termen lung și mediu decât a celor pe termen scurt. De asemenea, stocurile de titluri reprezentând drepturi de creanță cresc mai rapid decât stocurile de titluri reprezentând drepturi de proprietate.

În al patrulea rând, relațiile internaționale joacă un rol important în evoluția

sistemelor financiare. Aportul de fonduri din străinătate contribuie mult la această evoluție, cel puțin în unele din etapele acesteia, în majoritatea țărilor, în plus, transformarea tehnicilor financiare și inovațiile financiare cunosc o răspândire internațională mult mai rapidă decât cele care au loc pe plan industrial sau agricol.

În sfârșit, se observă un paralelism net între dezvoltarea economică și cea financiară. Țările cele mai dezvoltate economic dispun în general de un sistem financiar mai substanțial din punct de vedere calitativ și cantitativ, în timp ce țările în curs de dezvoltare au, cel mai adesea, o structură financiară restrânsă.

Capitolul I

SISTEMUL FINANCIAR ȘI STRUCTURA FINANCIARĂ GLOBALĂ

1.1. Conceptele de sistem financiar și de structură financiară globală

Mediul financiar în care se încadrează întreprinderile, are caracteristici care permit, în același timp, să se delimiteze domeniul gestiunii financiare și să se justifice instrumentele pe care le folosește și tipurile de reglementări care o orientează și o sancționează. Ținând seama de interdependența dintre componentele acestui mediu, se poate avansa conceptul de sistem financiar pentru a desemna ansamblul de instrumente, instituții, piețe, circuite și tipuri de reglementări care permit realizarea operațiunilor financiare într-un spațiu economic național sau internațional.

Sistemul financiar astfel definit prezintă în majoritatea țărilor forme de organizare tipice, mai mult sau mai puțin specifice, dar durabile. Acest lucru e sugerat de recurgerea la noțiunea de structură financiară. Această noțiune exprimă caracteristicile majore și relativ stabile proprii îmbinării componentelor sistemului financiar.

1.2. Caracteristicile principale ale structurii financiare globale

Se pot sublinia trei caracteristici principale ale structurii financiare într-o anumită țară:

În primul rând, structura financiară globală e caracterizată de gama de instrumente care servesc ca suport al operațiunilor financiare, adică al operațiunilor de decontare, de constituire a economiilor, de finanțare și acoperire a riscurilor financiare. Astfel, diversificarea activelor financiare, extinderea gamei acestora, repartizarea între active de diferite tipuri constituie un aspect major al structurii financiare.

În al doilea rând, structura financiară e caracterizată și de natura și de diferențierea instituțiilor financiare care intervin în mod regulat în procesul de creare, conservare și

punere în circulație a activelor financiare. Diversitatea acestor instituții, nivelul lor de specializare, influența lor efectivă asupra comportamentului statului, întreprinderilor și particularilor, valoarea și structura patrimoniului lor și a operațiunilor lor, constituie a doua caracteristică majoră a structurii financiare globale. Dar analiza structurii financiare nu trebuie să fie limitată la studierea instituțiilor. Ea trebuie să includă și studierea piețelor pe care se negociază și se încheie tranzacțiile privind activele financiare, precum și studierea circuitelor și canalelor care asigură circulația fluxurilor financiare în economia națională și internațională.

În al treilea rând structura financiară globală poate fi caracterizată în termeni cantitativi datorită analizei raporturilor caracteristice între valorile atinse de activele financiare de diverse tipuri. Deasemenea, ea poate fi studiată prin comparația între fluxurile tranzacțiilor (emisiuni noi, tranzacții pe piețe secundare) legate de aceste tipuri diferite de active, prin indicatorii care reflectă ponderea diferitelor tipuri de instituții și de piețe și prin mărimile care exprimă caracteristicile majore ale economiei reale (producție, avuție națională, economii globale, patrimoniul particularilor, al întreprinderilor și al altor instituții).

Structura financiară globală în care-și desfășoară întreprinderile activitatea este caracterizată de un anumit nivel de diferențiere a componentelor sale și printr-un mod specific de combinare a acestora. Complexitatea și stadiul de dezvoltare al structurii financiare globale determină variabilele de acțiune ale gestiunii financiare, termenii problemelor pe care aceasta și le pune, natura soluțiilor pe care le poate aduce.

Astfel, un sistem financiar caracterizat de o structură puțin diferențiată apare dominat de gestiunea mecanismelor de creare și circulație a banilor și oferă o gamă limitată de mijloace de finanțare. Problematika gestiunii financiare e ancorată în domeniul autofinanțării și al controlului plăților și încasărilor întreprinderii.

Într-un sistem financiar caracterizat de o intensă diferențiere a instrumentelor, instituțiilor și piețelor, gestiunea financiară a nume-roase întreprinderi trebuie, dimpotrivă, să pună în mișcare o gamă complexă de tehnici de finanțare, plasare, investiții, stăpânire a riscurilor.

În același timp, într-un context determinat, nu toate întreprinderile sunt în mod egal preocupate de diferitele aspecte ale structurii financiare globale. Anumite caracteristici care le sunt proprii le determină posibilitățile de acces la diferitele câmpuri de acțiune ale gestiunii financiare, dar și eventuala evitare a unora dintre ele.

Analiza relațiilor dintre structura financiară globală (sau "mediul financiar") și structura financiară a întreprinderii ridică unele dintre problemele majore ale gestiunii

financiare. Această analiză necesită în prealabil identificarea caracteristicilor majore ale structurii financiare globale. Aceste caracteristici sunt legate de cele trei moduri fundamentale de finanțare: autofinanțarea, finanțarea externă directă și finanțarea externă prin intermediari. Pe de altă parte, ele sunt legate și de diversitatea de instituții și piețe financiare, precum și de gama de instrumente financiare propuse economiei naționale.

1.2.1. Modurile de finanțare fundamentale

a) Aspecte generale ale finanțării. La un moment dat în cadrul economiei naționale coexistă trei tipuri de situații.

Anumiți operatori, particulari, întreprinderi sau diverse instituții asigură un echilibru riguros între resursele și cheltuielile lor imediate și viitoare. Ei își acoperă nevoile de finanțare prin resurse din auto-finanțare și sunt deci total independenți de finanțarea externă.

Unii agenți economici prevăd resurse care depășesc cheltuielile prevăzute. Ei vor dispune deci de un excedent de resurse care ar putea rămâne nefolosit, dacă nu găsesc un mijloc de a-l pune la dispoziția altor agenți care să-l utilizeze. Este vorba deci, de agenți care dispun de capacitate de finanțare, de resurse care ar putea fi avansate altor agenți economici.

Alți agenți au, dimpotrivă, pentru perioada viitoare, prevăzute cheltuieli, a căror mărime o depășește pe cea a veniturilor și a disponibilităților lor previzibile. E vorba în special de întreprinderi care au proiecte de investiții sau de extindere a producției lor. Poate fi vorba și de stat, dacă bugetul său e deficitar, de particulari care efectuează cheltuieli pentru achiziționarea de bunuri de folosință îndelungată. Toți acești agenți se află deci în situația de deficit previzibil și vor trebui să renunțe la unele din proiectele lor, dacă nu își procură fonduri care să le acopere lipsa resurselor. Dacă reușesc acest lucru vom spune că au reușit să-și finanțeze deficitul sau să-și acopere nevoile de finanțare.

Repartizarea excedentelor și a deficitelor prezintă caracteristici de regularitate care exprimă aspecte structurale ale finanțării. Anumiți agenți sunt esențialmente excedentari. E vorba în special de particulari. Alți agenți sunt în general deficitari, acesta fiind în special cazul întreprinderilor, în sfârșit, alte categorii au o situație variabilă și pot fi, în funcție de operațiunile dintr-o anumită perioadă, în situația de excedent sau de deficit.

Chestiunea tehnică a finanțării ridică deci, la scara economiei naționale, două probleme principale.

În primul rând ea duce la întrebarea privitoare la mijloacele prin care agenții cu capacitate de finanțare pot fi convinși să-și pună resursele excedentare la dispoziția agenților aflați în deficit, acceptând să se lipsească momentan de excedentele lor. Această primă

întrebare pune problema instrumentelor și mecanismelor care permit asigurarea colectării economiilor.

Chestiunea finanțării ridică de asemenea, problema modalităților prin care economiile vor putea fi canalizate spre agenții care au nevoie de finanțare. Ea permite discutarea instrumentelor și mecanismelor de finanțare și de distribuire a creditului.

Aspectele finanțării, ale colectării economiilor, ale distribuirii creditului pun problema relației între agenții cu excedent și agenții cu deficit. Această relație se poate stabili după două modalități fundamentale ale finanțării externe, cea a finanțării directe și cea a intermediării financiare.

b) Finanțarea externă: finanțarea directă și intermedierea financiară, în cazul relației de finanțare directă se stabilește un contact direct între agenții cu excedent de finanțare și agenții cu deficit de finanțare. Cei dintâi își pun economiile la dispoziția celor din urmă, fără ca un intermediar să intervină între ei.

Acest tip de situație se întâlnește în cazul în care o întreprindere "face apel la economiile publice" cu ocazia unui împrumut obligatar sau a emiterii de acțiuni noi. În acest caz, deținătorii de economii aduc bani lichizi care reprezintă partea din economiile lor pe care o pun la dispoziția întreprinderii, în schimb, ei primesc de la aceasta un titlu, un document care reprezintă un angajament al întreprinderii față de ei. Dacă e vorba, de exemplu, de un împrumut obligatar, obligațiunea care i-a fost remisă deținătorului de economii reprezintă în același timp, o recunoaștere a datoriei întreprinderii și un angajament luat de aceasta de a vărsa dobânzi și de a rambursa împrumutul conform condițiilor fixate dinainte. Dacă e vorba de emiterea unor acțiuni, deținătorul economiilor devine asociatul întreprinderii. El primește deci, acțiuni care reprezintă fracțiuni din capital și care-i asigură o participare la anumite decizii ale întreprinderii, la distribuirea beneficiilor care s-ar obține și la partajarea patrimoniului în cazul încetării în viitor a activității.

Piața financiară, spațiul în care se derulează aceste operațiuni de finanțare pe termen lung, reprezintă deci, principala manifestare concretă a mecanismului finanțării directe. Totodată, acest mecanism tinde să fie aplicat și operațiunilor pe termen scurt. Este în special cazul emisiunii de bonuri care pot fi emise pe termen scurt, și, pe un plan mai amplu, al emiterii pe piețele monetare a titlurilor, cum ar fi biletele de trezorerie sau certificatele de depozit.

Piețele care centralizează aceste operațiuni de finanțare directă pot fi mai mult sau mai puțin organizate, în anumite țări ele ating un înalt nivel de instituționalizare și sunt reglate de un ansamblu complex de reguli juridice și tehnice, în special când există o piață bursieră oficială destul de vastă și de activă pentru a constitui piesa de greutate a pieței

financiare. Dar chiar în absența bursei oficiale, cum este cazul pentru numeroase țări, operațiuni de finanțare directă pe termen lung și mediu se realizează de fiecare dată când avem o emisiune ocazională de "plasamente private". Există astfel, o piață financiară neinstituționalizată și, eventual, alte forme active de finanțare directă.

Intermedierea financiară corespunde celui de-al doilea mod de finanțare. Aceasta presupune apariția unui intermediar între agenții cu deficit și cei cu capacitate de finanțare. Intermediarul este un organism specializat în colectarea economiilor (în special de la particulari) și în acordarea de credite (în special întreprinderilor).

Intermedierea financiară conduce astfel la o relativă disociere între colectarea economiilor și finanțarea prin credite, în ceea ce privește colectarea economiilor, intermediarii financiari caută să fructifice economiile agenților cu excedent de finanțare (și în special pe cele ale particularilor), propunându-le instrumente de plasare diversificate și adaptate preferințelor lor. Deși duce la operațiuni mai concentrate, această finanțare tinde spre o anumită diversificare a tehnicilor, procedeeelor și duratelor.

1.2.2. Diferențierea instrumentelor financiare pe măsura evoluției sistemului financiar

Evoluția sistemului financiar se manifestă printr-o diversificare a instrumentelor financiare accesibile întreprinderilor și altor organizații, precum și particularilor. Această diversificare permite să se propună operatorilor o gamă de instrumente cu caracteristici din ce în ce mai variate. Acest lucru se poate observa analizând gama de titluri pe baza mai multor criterii de clasificare.

a) Criterii de clasificare a instrumentelor financiare. După funcția lor financiară, adică a posibilităților de utilizare pe care le oferă, se pot identifica patru tipuri de instrumente financiare:

Instrumente de plată care cuprind banii sub formă de bancnote, conturi bancare (bani scriptuali), moneda metalică: instrumente de plasament care sunt active create (sau emise) de o întreprindere sau de un organism oarecare și propuse economiilor publice. Asemenea tuturor activelor financiare, aceste instrumente sunt niște documente care reprezintă un angajament contractat de emitent în fața subscriitorilor. Grație deținerii acestor titluri, subscriitorii pot emite dreptul la rambursare și la plățile care le sunt recunoscute de emitent. Unele din aceste instrumente înseamnă o simplă înscriere într-un cont ținut de unitatea care a beneficiat de un aport de fonduri. Acesta e cazul depunerii de economii la bancă sau la casa de economii. Altele implică crearea unor titluri negociabile care permit o anumită mobilitate a plasamentelor. Astfel, pentru subscriitor, interesul față de aceste titluri e legat de negociabilitatea lor, adică

de posibilitatea de a le ceda unor terți, înaintea scadenței lor normale. Acesta este cazul acțiunilor, obligațiilor, biletelor de trezorerie; instrumente de credit sau de împrumut, care diferă de cele anterioare prin aceea că ele nu sunt cesionabile. Acestea reprezintă un aport de fonduri consimțit de o persoană (o bancă de exemplu) unei alte persoane (o întreprindere de exemplu) și are deci un caracter personal; instrumente de speculație și de acoperire a riscurilor care corespund unor active utilizate, fie în scopuri speculative, fie în scopul protecției împotriva riscurilor. Această categorie de active a cunoscut o dezvoltare extraordinară datorită inovațiilor financiare care au permis, începând din anii '70, diversificarea instrumentelor de acoperire a riscului de schimb prin utilizarea contractelor financiare la termen și a opțiunilor.

În funcție de durata lor, putem clasifica instrumentele financiare după scadența lor normală, adică având în vedere apropierea mai mare sau mai mică a datei la care ele vor fi rambursate. Sub aspectul duratei, aceste instrumente pot corespunde unor operațiuni la vedere sau la termen, în cazul unui plasament la vedere, deținătorii de economii își pot recupera fondurile în orice moment, (ară termen sau preaviz. Acesta e cazul libretelor de economii. În schimb, în cazul unei operațiuni la termen, se prevede o scadență fixă, ceea ce duce la o relativă imobilizare a fondurilor, pe termen scurt, mediu sau lung.

În ceea ce privește remunerarea, aceasta poate fi fixă sau variabilă, în ultimul caz, ea este calculată pe baza unor indicatori prevăzuți dinainte: variația rezultatelor întreprinderii, creșterea prețurilor, variația ratei dobânzilor pe piață.

Gama de active financiare, diferențiate pe baza funcției lor, a duratei și a modului de remunerare, poate fi mai mult sau mai puțin largă și profundă, în funcție de stadiul de dezvoltare a sistemului financiar atins de economia națională. Această gamă e restrânsă și mult dominată de diferitele tipuri de monedă, în țările cu sistem financiar puțin dezvoltat. Ea poate însă avea sute de instrumente în țările cu sistem financiar dezvoltat.

b) Evoluția sistemului financiar. Evoluția sistemului financiar e caracterizată printr-un proces activ de inovații financiare care largesc gama de instrumente financiare, dar care afectează totuși în mod inegal, țările lumii.

În țările cu sistem financiar dezvoltat, gama mijloacelor de finanțare suferă o permanentă mișcare de înnoire, care duce la apariția unor noi instrumente sau la transformarea celor existente. Fără a avea pretenția de a fi exhaustivi, vom menționa aici principalele inovații financiare sau îmbunătățirile aduse diferitelor categorii de instrumente financiare în ultimii 30 de ani.

Pentru instrumentele pe termen mediu și lung, se observă mai ales, dezvoltarea

creditului-contract de închiriere (leasing) pentru bunuri mobiliare sau imobiliare și apariția unor forme noi de obligațiuni. Dacă obligațiunile convertibile în acțiuni au fost difuzate de mai multe zeci de ani, asistăm în anii '80 și '90 la introducerea unor inovații marcante. S-au introdus, de exemplu, obligațiunile cu cupon zero, obligațiunile cu dobândă variabilă și obligațiunile asociate cu warrantc. Acestea din urmă le sunt atașate bonuri de subscripție pentru emisiuni viitoare de acțiuni sau obligațiuni, prevăzute de emitent. Pe de altă parte, noile titluri reprezentând "quasi-fonduri proprii" permit unor întreprinderi să aibă acces la unele forme de finanțare intermediare între împrumuturile clasice și emisiunile de acțiuni.

Pentru creditele pe termen scurt, se remarcă apariția unor noi forme de credit de mobilizare a creanțelor, ca de exemplu factoringul. La numeroase operațiuni specializate asistăm în plus la îmbunătățirea sau adaptarea procedurilor în funcție de nevoile întreprinderilor. Acesta e, de exemplu, cazul finanțării exportului, a inovațiilor, a activității de creație din întreprinderi.

Înmulțirea inovațiilor financiare reflectă aptitudinea sistemelor financiare dezvoltate de a se transforma pentru a ține pasul cu eforturile de investiții și de gestiune ale întreprinderilor, în plus, noile tehnici dovedesc grija pentru creșterea flexibilității practicilor financiare, adaptându-le la instabilitatea conjuncturală. Multe inovații urmăresc să permită deținătorilor de economii și întreprinderilor să stăpânească mai bine incertitudinile legate de inflație, rata dobânzilor, influența conjuncturii economice asupra rezultatelor întreprinderilor, influența variabilelor economice internaționale și în special cea a evoluției cursului de schimb valutar.

Aceste inovații merg în sensul unei lipse de legătură între domeniile de intervenție ale diferitelor tipuri de instituții și diferitelor tipuri de finanțare. Această întreagă evoluție afectează țările lumii în moduri diferite. Se manifestă puternic în America de Nord, în Europa Occidentală, în unele țări din Orientul Apropiat și de pe Coasta Pacificului, în schimb, majoritatea țărilor din America Latină, Africa și Europa de Est n-au fost afectate de acest val de inovații, decât într-o mică măsură, în plus, chiar în țările care au participat activ la această mișcare de înnoire financiară, efectele sale au afectat în special marile organizații și instituțiile financiare. Impactul lor asupra gestiunii întreprinderilor mici și mijlocii rămâne limitat și adesea indirect.

Capitolul II

TENDINTELE EVOLUȚIEI SISTEMELOR FINANCIARE

2.1. Legătura dintre modurile fundamentale de finanțare a întreprinderilor

2.1.1. Autofinanțarea - domeniul și limitele sale

Autofinanțarea constituie modul de finanțare original și fundamental. Ea reprezintă forma originală a finanțării, întrucât corespunde primelor forme istorice ale avansării de capital. Pe de altă parte, ea reprezintă forma fundamentală a finanțării, întrucât celelalte moduri de finanțare (finanțarea directă sau intermedierea) funcționează în mod normal ca simple anticipări ale unei autofinanțări viitoare. Cu alte cuvinte, o întreprindere nu poate avea acces la finanțarea externă, decât dacă are șanse serioase de a ajunge la autofinanțarea viitoare care-i va permite să-și reconstituie avansurile acordate de terți. Astfel, o întreprindere care primește un credit bancar va trebui să-l ramburseze pe baza rezultatelor sale financiare viitoare, deci a autofinanțării sale. Autofinanțarea reprezintă deci, în ultimă analiză, pivotul fundamental pe care se sprijină finanțarea întreprinderii.

Un regim de autofinanțare pur are totuși niște limite care explică nevoia de a se recurge la finanțarea externă, într-o astfel de situație, fiecare întreprindere își finanțează pe baza propriilor sale rezultate integralitatea operațiunilor sale. Ea își asigură deci, o autonomie financiară totală. Din punctul de vedere al economiei naționale, un astfel de regim circumscrie clar răspunderile și riscurile legate de finanțare pentru că impune fiecărei întreprinderi să-și asigure autofinanțarea necesară supraviețuirii și dezvoltării sale, în caz de eșec, numai proprietarii săi vor fi direct afectați de dificultățile financiare apărute, iar riscurile financiare vor fi riguros delimitate.

Recurgerea exclusivă la autofinanțare comportă totuși niște limite care afectează în același timp fiecare întreprindere luată separat și economia națională în ansamblul său, într-o astfel de situație, fiecare unitate se vede obligată să-și folosească în exclusivitate propria capacitate de acumulare. Raportul între nevoile și capacitățile financiare este inegal repartizat între întreprinderi. Unele au nevoi de finanțare care depășesc cu mult capacitățile lor imediate. Acesta e cazul unităților din domeniile de activitate care necesită un mare efort de investiții, pentru că tehnologia lor evoluează, pentru că necesități încă nesatisfăcute permit absorbirea unei producții sporite sau pentru că durata pe care trebuie angajate capitalurile e deosebit de lungă. Dacă aceste unități s-ar limita la o pură autofinanțare, ele ar trebui să renunțe la unele investiții și s-ar condamna la o stagnare tehnologică și la limitarea dezvoltării. Alte unități au, dimpotrivă, resurse prezente care le depășesc nevoile imediate de finanțare. Acesta e cazul unităților cu domenii de activitate în care tehnologia este stabilizată sau posibilitățile de dezvoltare a producției sunt limitate. Într-un regim de pură autofinanțare, aceste unități ar avea niște excedente de capital inutilizabile. Un astfel de regim s-ar traduce deci, în același timp într-o raționalizare financiară brutală pentru unitățile cu perspective potențiale de dezvoltare și într-o inutilizare a excedentelor deținute de alte

unități cu nevoi de dezvoltare limitate. El ar corespunde unei nefolosiri a resurselor, unei limitări nejustificate a posibilităților de dezvoltare a întreprinderilor și a economiei naționale. O astfel de situație e o bună ilustrare a necesității unei circulații financiare care să permită deplasarea surplusurilor unor anumite unități spre cele care au nevoi de finanțare mai acute, deci care au nevoie de o finanțare externă.

2.1.2. Necesitatea dezvoltării finanțării din exteriorul întreprinderii

După cum s-a remarcat deja, finanțarea externă se poate baza, fie pe un mod de finanțare directă, fie pe o intermediere financiară. Finanțarea directă permite stabilirea unei relații imediate între unitățile care au nevoie de finanțare și cele cu excedente de finanțare. Dar această relație comportă totuși niște condiții atât de restrictive, încât ele i-ar putea limita perspectivele de dezvoltare. Exigențele agenților cu excedente și cele ale agenților în deficit sunt divergente. Din acest motiv, finanțarea directă poate întâmpina unele dificultăți.

Mai întâi, în materie de durată, preferințele agenților cu excedente și cele ale agenților cu deficit par la prima vedere incompatibile. Deținătorii de economii vor să-și plaseze excedentele în operațiuni pe termen scurt sau la vedere, în timp ce nevoile de finanțare sunt îndeosebi pentru resurse pe termen lung și mediu (în special pentru finanțarea investițiilor întreprinderilor), în relația de finanțare directă, această distorsiune între structura pe termen a ofertei și cea a cererii de finanțare ar fi iremediabilă și nu ar permite nici mobilizarea celei mai mari părți a economiilor, nici realizarea majorității investițiilor. În cazul intermedierei, dimpotrivă, intermediarul financiar poate realiza reglarea, dacă acceptă să-și asume riscul transformării operațiunilor pe care le efectuează. Intermediarul colectează resursele care-i sunt încredințate în special pe termen scurt, ținând cont de preferințele deținătorilor de economii. Cu toate acestea, aceste resurse sunt furnizate de un număr foarte mare de depunători. De aceea se poate spera că, în virtutea legii numerelor mari, se va stabili o compensație între sumele retrase de unii deținători de economii și noile depuneri ale altora. Această compensație va permite creșterea - sau cel puțin stabilizarea - valorii globale a resurselor colectate, în absența crizei majore de încredere (reflectată de un aflux al cererilor de restituiri), ansamblul resurselor la vedere sau pe termen scurt ale instituțiilor financiare se va reînnoi și va funcționa astfel, ca un ansamblu de resurse stabile care să poată fi împrumutate pe termen mediu sau lung de către organismele care le-au colectat.

A doua justificare funcțională a rolului intermediarilor ne trimite la rolul lor de centralizare financiară. Excedentele de economii sunt constituite din veniturile dispersate ale milioanele de deținători ale căror disponibilități individuale ating în medie o valoare limitată. Nevoile de finanțare sunt mult mai puțin fracționate și în plus în mare parte

concentrate într-un număr redus de mari întreprinderi care au în vedere mari proiecte de investiții, în acest sens, intermediarii joacă un rol de "grupare" și canalizează o multitudine de mici fluxuri de economii spre marile curente de investiții.

O a treia justificare se referă la condițiile de alocare a economiilor spre utilizările lor posibile. Afectarea pertinentă a capacităților de finanțare necesită o anume selecție între cererile care vin de la agenții cu deficit. Această selecție cere în special o evaluare a riscurilor, a rezultatelor potențiale legate de diversele proiecte avute în vedere, eliminarea tuturor cerințelor care par prea aventuroase și a celor a căror eficiență economică și socială ar fi insuficientă sau problematică. Majoritatea deținătorilor individuali de economii n-au nici posibilitatea și nici capacitatea să aprecieze eficiența operațiunilor sau a întreprinderilor pe care le finanțează, din motive care țin de tehnicitatea metodelor de evaluare financiară și de dificultățile de înțelegere a surselor de informație care pot fi folosite. Intermediarii au, dimpotrivă, mijloace abundente de stocare și de analizare a informațiilor privind situația întreprinderilor care solicită finanțare au posibilitatea să-și constituie echipe de experți competenți în materie de studiere a dosarelor de credit. Intervenția lor ar trebui deci, să permită o selecție mai eficace a proiectelor și o orientare a capacităților de finanțare spre utilizările cele mai sigure și mai avantajoase.

În al patrulea rând, intermediarii reușesc să mobilizeze niște economii care n-ar fi fost atrase într-un sistem de finanțare directă, pentru că ei își substituie notorietatea și credibilitatea lor acelorale ale întreprinderilor industriale și comerciale care, în majoritate, se bucură de mai puțină încredere din partea deținătorilor de economii, într-o relație de finanțare directă, agenții cu capacitate de finanțare își aduc direct fondurile agenților cu deficit, în contrapartidă, ei primesc de la aceștia titluri care atestă aportul lor și garantează o plată viitoare și/sau o rambursare. Este vorba de "titluri primare" (acțiuni, obligațiuni, bonuri) a căror valoare viitoare va depinde de încrederea de care va beneficia emițătorul. Dar numai întreprinderile sau instituțiile care se bucură de o mare notorietate pot avea acces la un public larg și își pot "plasa" titlurile destul de bine pentru a atrage sume mari de economii. Majoritatea întreprinderilor - mici, mijlocii sau chiar mari - nu pot spera să aibă acces la aceste surse de finanțare și sunt obligate să recurgă la intermediari, în acest caz, intermediarii colectează economiile agenților cu excedent și le dau în schimb titluri care, sub diverse forme, corespund unor simple dovezi ale datoriei. Din motive de securitate, de comoditate sau de suplețe, aceste titluri emise de intermediari (titluri secundare) sunt în mare măsură acceptate de public care manifestă mai multă încredere în aceste instituții specializate, care au adesea baze financiare ce asigură garanția necesară. Resursele colectate pot fi ulterior împrumutate întreprinderilor și altor agenți care au nevoie de finanțare.

Aceștia vor da atunci intermediarilor niște dovezi de recunoaștere a datoriei lor (titluri primare) care exprimă angajamentul luat de creditorii primari față de instituțiile care le oferă fonduri.

Se poate concluziona că cele trei moduri fundamentale de finanțare corespund unor trei faze ale unui proces istoric de extindere a domeniului de finanțare, care asigură trecerea de la un regim de autofinanțare pură la un sistem care include finanțarea directă și apoi intermedierea financiară. Acest proces permite lărgirea cercului celor care concură la finanțarea economiei și mărirea fondurilor mobilizate. Astfel, diferențierea între cele trei moduri de finanțare fundamentale constituie unul din aspectele majore ale evoluției sistemelor financiare.

2.2. Comparație între marile tipuri de structuri financiare

Analiza comparativă a structurilor financiare naționale conduce la evidențierea mai multor tipuri, bazate pe specificitatea relațiilor între instituții, piețe și instrumente financiare ce pot fi observate în cadrul unei economii naționale. După ce vom aminti o tipologie în opt clase aleatuită pe baza evoluției istorice, vom propune o tipologie cu trei clase a structurilor financiare contemporane.

a) Etapele evoluției structurilor financiare. Situându-ne, în același timp, într-o perspectivă istorică și într-una comparativă, putem identifica opt tipuri de structuri financiare.

Aceste tipuri sunt caracterizate, în primul rând, prin complexitatea mai mare sau mai mică a instituțiilor financiare pe care le includ. Pot fi observate astfel, cinci niveluri de dezvoltare instituțională.

b) O clasificare în trei tipuri a structurilor financiare contemporane.

Evidențierea stadiului actual al structurilor financiare naționale trebuie să pună accentul, atât pe varietatea instituțiilor, cât și pe instrumentele existente în fiecare țară și să țină seama și de reglarea care se realizează între instituții și piețele financiare.

Clasificarea structurilor financiare naționale contemporane duce în primul rând la caracterizarea economiilor naționale cu structură financiară incipientă. E vorba în special de zonele în care activitatea financiară rămâne încă puternic dominată de operațiunile monetare și de intervenția băncilor centrale sau comerciale. Majoritatea țărilor din Africa și unele țări latino-americane au caracteristici financiare care fac posibilă asimilarea lor la acest tip de structură financiară.

Economiile cu structură financiară bazată pe intermediere sau, mai simplu spus,

economiile de intermediere financiară, reprezintă un al doilea tip. Ele sunt caracterizate de o anumită diversificare a activelor financiare. Pe lângă bani se observă și apariția diverselor instrumente de economisire și de credit. Dar crearea și gestionarea acestor instrumente sunt în principal bazate pe intervenția intermediarilor financiari, mai mult sau mai puțin specializați. Acești intermediari apar ca unități active care imprimă ritmul și orientarea evoluției structurii financiare.

În sfârșit, economiile de piață financiară conferă un loc important piețelor de capital. Ele folosesc o largă gamă de active financiare care reprezintă, nu numai o ofertă instituționalizată venită din partea intermediarilor financiari, ci și o ofertă de titluri primare emise de întreprinderi și alte entități nefinanciare. Aceste trăsături caracteristice pot fi observate în America de Nord, în Europa Occidentală, în Japonia și în mai multe țări de pe Coasta Pacificului.

În continuare vom detalia analiza acestor mari tipuri de structuri financiare pentru a desprinde implicațiile pe care caracteristicile mediului financiar le are asupra gestiunii financiare a întreprinderilor.

Cpitolul III

INFLUENȚELE EXERCITATE DE MEDIUL FINANCIAR ASUPRA GESTIUNII FINANCIARE A ÎNTREPRINDERILOR ȘI ORIENTĂRILE GESTIUNII FINANCIARE IN DIFERITELE STADII ALE EVOLUȚIEI SISTEMULUI FINANCIAR

3.1. Dezvoltarea schimburilor monetare și influența lor

Deși toate economiile naționale cunosc o largă dezvoltare a tranzacțiilor monetare în a doua jumătate a secolului XX, monetizarea a rămas puternic inegală în economia mondială. Ea apare mai limitată în țările cu sisteme financiare incipiente și mai extinsă în țările unde prevalează sistemele de intermediere financiară sau piața financiară.

Un indiciu simplu, dar lămuritor, este oferit în acest sens de comparația între masa monetară și produsul intern brut (PIB). Ultimul măsoară fluxul de bunuri reale care fac obiectul tranzacțiilor. Comparația sa cu mărimea care reprezintă masa activelor monetare în circulație, permite deci aprecierea nivelului de monetarizare a tranzacțiilor într-o economie dată. Măsurarea cantității de monedă în circulație se lovește totuși de dificultăți tehnice și analitice, mai ales din cauza posibilităților de substituie între monedă, în sens strict și diferite active financiare considerate nemonetare. Este motivul pentru care este prudent să apreciem monetarizarea schimburilor ținând cont, în același timp, de o definiție restrânsă a

masei monetare (mărimile R din formulele de calcul prezentate în continuare) și de o definiție extensivă, incluzând și quasimonedă (mărimile R_2 și 1^*3). Se poate ține seama și de raportul între quasimonedă și monedă (mărimile R_4), raport care este de câteva ori mai mare pentru țările dezvoltate, comparativ cu celelalte țări. S-ar putea ține cont și de alte forme de economii lichide pentru țările cu sisteme financiare dezvoltate.

3.2. Extinderea gamei de instrumente financiare

Extinderea gamei de instrumente financiare utilizate în cadrul economiei globale constituie o a doua linie determinantă pentru gestiunea financiară a întreprinderii, întrucât aceste instrumente constituie în același timp "materia primă" și suportul operațiunilor de decontare, de plasare, de finanțare și de acoperire a riscurilor. Gama instrumentelor financiare este inegal diversificată, corespunzând stadiului atins de dezvoltarea sistemului financiar, în diferitele economii naționale.

Economiile cu sistem financiar incipient dispun de o gamă redusă de instrumente financiare emise de întreprinderi și alte unități rezidente. Această gamă înglobează în general, moneda și instrumentele de economii lichide (conturi de economii, depozite pe termen). Mai departe, activele financiare (acțiuni, obligațiuni, bonuri și alte titluri) sunt slab diversificate și, atunci când ele există, au o difuzare restrânsă. Deținerea de monedă în bilete sau în cont curent rămâne forma dominantă de stocare a activelor financiare pentru aceste țări, quasimonedă fiind slab reprezentată.

În economiile de intermediere financiară "gama" se îmbogățește cu un ansamblu de instrumente de economisire și de plasare care permit instituțiilor de credit să colecteze fondurile disponibile de la particulari sau organisme care dispun de excedente financiare. Cu toate acestea, în absența piețelor de capital active, produsele financiare propuse celor care economisesc și investitorilor nu dau loc decât unui efort limitat de diversificare și adaptare în atenția depunătorilor. Formele "clasice" de colectare promovate de instituțiile de credit sunt depozitele la termen ("conturile blocate") pentru depunerile întreprinderilor și altor organizații și conturile de depuneri pe librete, pentru particulari. De asemenea, instrumentele care servesc ca suport al operațiunilor de credit cunosc o diversificare limitată. Gama lor rămâne dominată de forme tradiționale de finanțare pe termen scurt, chiar în cazul creditelor legate de exploatare (de exemplu scontarea efectelor comerciale, creditele de campanie). Diferite instituții de credit se angajează în finanțarea investițiilor. Dar această orientare este adoptată îndeosebi de organismele specializate în acordarea de credite pentru cumpărarea de echipamente și în leasing (credit- contract de închiriere pentru bunuri mobiliare sau imobiliare). Cu excepția instituțiilor mai importante, care pot adopta o orientare de "bancă

universală", incluzând în același timp acordarea de credite pe termen scurt, alături de cele pe termen mediu și lung și alte forme de intervenție, majoritatea băncilor comerciale rămân în principal orientate spre finanțarea exploatarii și a trezoreriei întreprinderii conform formelor clasice de creditare.

În economiile de piață financiară, gama instrumentelor financiare cunoaște o considerabilă extindere. Solicitanții de capital și ansamblul operatorilor care intervin pe piață se lansează într-o puternică luptă de concurență pentru atragerea celor care economisesc sau investesc. Ei caută să-și mențină avantajele pe care le au pe piețele disputate. Intervenția lor favorizează multiplicarea, uneori anarhică și riscantă, a instrumentelor ce servesc ca suport pentru operațiunile de mobilizare, de plasare, de finanțare și de acoperire a riscurilor, într-un asemenea context, gestionarii financiari ai întreprinderii beneficiază de posibilități largi de alegere și inițiativă. Totodată ei sunt determinați să aibă informații actuale și profunde relative la ansamblul instrumentelor ce le sunt propuse, în sfârșit, ei sunt determinați să efectueze o selecție mai complexă între produsele financiare oferite, având în vedere aspecte referitoare la cost sau randament, la durată, la risc.

3.3. Diferențierea intermediarilor financiari

Pe măsură ce structura financiară națională se dezvoltă, inter-mediarii tind să se specializeze, să-și multiplieze oferta și să-și diferențieze intervențiile, serviciile pe care le oferă și modalitățile de funcționare.

Instituțiile de credit în activitate în economiile cu structură financiară incipientă sunt puțin diferențiate, în majoritatea acestor țări, banca centrală și câteva bănci comerciale concentrează principalele operațiuni financiare. Acestea coexistă eventual cu instituții mai specializate: cecuri poștale, case poștale de economii, bănci de dezvoltare, organisme de credit mutual sau cooperatist, cel mai adesea orientate spre un sector de activitate particular (artizanat și agricultură în special).

Cu toate acestea, slăbiciunea relativă a mecanismelor instituționale de colectare a economiilor și de finanțare se găsește parțial compensată de punerea la punct a unor circuite financiare care fac dovada eficacității și bunelor calități de adaptare în mediul socio-economic.

În economiile de intermediere financiară, diferențierea inter-mediarilor este mult mai accentuată. Dezvoltarea financiară este caracterizată în majoritatea țărilor de o specializare a instituțiilor de credit pentru o gamă relativ îngustă de operații și instrumente. Această specializare e esențial legată de preocuparea gestionării riscurilor. După numeroase

probleme bancare, puterile publice și profesioniștii au trebuit, în sfârșit, să se preocupe de o limitare a riscurilor și de acordarea de garanții solide depunătorilor care oferă fondurile lor instituțiilor de credit. Măsurile prudente inspirate de această preocupare au influențat, în același timp legislația și practica profesiunilor financiare. Se dorește să se asigure o anumită clasificare a riscurilor pentru a se impune instituțiilor o adaptare a naturii și duratei resurselor pe care le colectează la caracteristicile creditelor pe care le acordă. Această clasificare a riscurilor conduce la o concentrare pe un domeniu de activitate relativ omogen, deci o activitate specializată. Dacă evoluția sistemului financiar favorizează o certă diversificare a instrumentelor și operațiilor, sistemul financiar tinde însă a conferi noi domenii în care se afirmă instituțiile noi, puternic specializate. Este ceea ce explică paralelismul între mișcarea de diversificare a activelor financiare și a operațiilor la care ele dau loc pe de o parte și mișcarea de diferențiere a instituțiilor de credit, pe de altă parte.

În economiile de piață financiară această diferențiere este confirmată și chiar amplificată. Aceste economii favorizează multi-plicarea tipurilor de active, operații și piețe. Dezvoltarea piețelor financiare asigură pentru instituțiile de credit un spațiu de manevră și un câmp de dezvoltare mai complex și mai vast.

3.4. Gestiunea financiară a întreprinderii într-un sistem financiar incipient

Orientările gestiunii financiare într-un sistem financiar incipient sunt mai întâi determinate de slabele posibilități de finanțare externă.

Limitele inerente ratei interne de acumulare, ale capacităților de colectare și de transformare ale instituțiilor de credit, afectează defavorabil oferta de fonduri disponibile. Aceste limite fac să se simtă restricțiile operate de administrațiile și entitățile publice, de evitare parțială a întreprinzătorilor privați care se împrumută, în consecință, gestiunea financiară a întreprinderilor e constrânsă să vegheze la formarea și alocarea resurselor de autofinanțare care constituie singura sursă regulată de fonduri, pentru majoritatea unităților.

Pe de altă parte, absența unei game diversificate de instrumente de plasare moderne restrânge posibilitățile de gestionare a unui portofoliu de active financiare emise de piața internă, în consecință, gestiunea excedentelor de lichiditate, când unele întreprinderi ajung să le dețină, rămâne închisă în posibilitățile de alegere restrânse și nu beneficiază de o tehnică foarte elaborată.

În sfârșit, dificultățile de funcționare a sistemelor de plăți, amânarea încasării creanțelor și chiar a cecurilor care le acoperă sunt o sursă de riscuri și de costuri pentru întreprinderi. Finanțiștii sunt deci constrânși să consacre o mare parte a efortului lor gestionării încasărilor și plăților.

În contextul economiilor cu sisteme financiare incipiente gestiunea financiară a întreprinderilor se găsește, în principal, orientată spre stăpânirea decontărilor și spre formarea și utilizarea resurselor de autofinanțare. Accesul întreprinderilor la finanțarea externă, asigurat de bănci sau alte instituții de credit, constituie însă o preocupare majoră. Totuși, slăbiciunea mecanismelor de mobilizare și de alocare a economiilor antrenează un dublu efect de raționalizare a creditului. Pe de o parte, întreprinderile sunt chemate să-și exprime o cerere de finanțare externă și sunt determinate să-și subordoneze ritmul de dezvoltare posibilităților interne de finanțare. Pe de altă parte, depunătorii și instituțiile de credit pot să regrete absența oportunităților de plasament sau de credit, orientate spre proiecte viabile și demne de încredere.

3.5. Gestiunea financiară a întreprinderii într-o economie de intermediere financiară

Într-o economie de intermediere financiară, gestiunea financiară a întreprinderilor se orientează în principal, spre conduita relațiilor cu băncile și alte instituții de credit.

În primul rând, responsabililor financiari le revine misiunea să asigure urmărirea și ajustarea fluxurilor de plăți efectuate prin conturile bancare de către întreprindere, în economiile cu sistem financiar incipient, dezvoltarea tranzacțiilor monetare se lovește de obstacole sau de dificultăți datorate insuficienței suporturilor instituționale care sunt oferite, în economiile de intermediere, funcționarea mecanismelor de plăți, din contră, e asigurată în mod fiabil și regulat de instituțiile de credit. Acestea centralizează cea mai mare parte a mijloacelor bănești deținute de întreprinderi și de particulari în conturi curente bancare, în timp ce acumulările în bilete de bancă ocupă un loc redus. Instituțiile de credit centralizează de asemenea, principalele plasamente mobilizând resursele particularilor în conturi de economii și alte forme clasice, iar pe cele ale întreprinderilor în depozite la termen (conturi blocate).

În al doilea rând, responsabilii financiari, adresează principalele lor cereri de finanțare instituțiilor de credit. Acestea constituie de acum înainte sursa principală de finanțare externă și, cel mai adesea, sursa exclusivă. Mai întâi orientați spre finanțarea solicitărilor pe termen scurt, intermediarii financiari extind progresiv domeniul lor de intervenție pentru a integra creditul pe termen mediu și lung, în special orientat spre investiții. Totuși, această extindere nu operează liniar. Ea este traversată în majoritatea țărilor, de crize datorate unei proaste aprecieri a riscurilor legate de aceste angajamente pe termen. Instituțiile de credit au fost astfel supuse unui proces de perfecționare primejdios și costisitor, jalonat de falimente bancare și de perioade de repliere.

Pentru gestionarii financiari ai întreprinderilor, această evoluție determină o netă

modificare a soluțiilor lor de finanțare, în prima etapă, ei se adresează băncilor pentru finanțarea operațiunilor pe termen scurt, dar trebuie să acopere nevoile lor pentru cumpărarea de echipamente din resurse proprii sau din autofinanțare, în orice caz, existența intermediarilor financiari specializați permite ușor obținerea de fonduri destinate investitorilor, dar această contribuție rămâne marginală, într-o a doua etapă, diversificarea modalităților de credit propuse de intermediarii financiari permite responsabililor întreprinderilor să negocieze cu aceștia, împrumuturile pe termen scurt, dar și pe termen mediu și lung.

În sfârșit, în economiile de intermediere financiară, piețele de capital continuă să joace un rol secundar în mobilizarea și alocarea de fonduri necesare, în consecință, majoritatea gestionarilor financiari nu pot avea intenția să facă apel la aceste piețe pentru a procura fondurile prin emisiunea de acțiuni, obligațiuni sau titluri pe termen scurt. Numai unitățile cele mai importante pot eventual să recurgă la astfel de operațiuni și deci să existe o reală posibilitate de arbitraj între finanțarea de către piața financiară și finanțarea de către instituțiile de credit.

Putem spune că economiile de intermediere financiară pun la dispoziția responsabililor întreprinderilor, mijloace de finanțare, instrumente de plasare și toată gama de servicii care tind a răspunde, într-un mod mai diversificat, diferitelor lor nevoi. Totuși, aceste economii nu oferă gestionarilor financiari soluții alternative în raport cu cele propuse de instituțiile de credit. Ele nu asigură jocul concurențial între soluțiile de finanțare și de plasare propuse de piețele de capital și cele propuse de intermediarii financiari.

3.6. Gestiunea financiară a întreprinderii într-o economie de piață financiară

Pentru responsabilii întreprinderilor, economiile de piață financiară par, la prima vedere, a multiplica posibilitățile lor de alegere. Ele le permit să caute soluțiile de finanțare, de plasare sau de acoperire a riscurilor care le asigură un răspuns potrivit cu nevoile întreprinderii, la cel mai bun cost (pentru instrumentele de finanțare și de acoperire a riscurilor), sau la cel mai bun randament (pentru instrumentele de plasament).

Această extindere a posibilităților de alegere e datorată dezvoltării piețelor și instituțiilor financiare mai mult sau mai puțin specializate, mai unite unele de altele pentru constituirea unei vaste piețe a banilor. Spațiul financiar favorizează multiplicarea instrumentelor financiare răspunzând diverselor nevoi. Se dă particularilor ca și întreprinderilor posibilitatea de a pune în concurență produse și circuite financiare alternative pentru căutarea soluției care corespunde cel mai bine constrângerilor și preferințelor lor.

Coerența de ansamblu a sistemului financiar rămâne asigurată de mecanisme de transmitere care pun în relație diferitele piețe (piața financiară pentru operațiunile pe termen mediu și lung și piața monetară pentru operațiunile pe termen scurt), diferitele produse financiare, diferitele rate ale dobânzii.

Totuși, economiile de piață financiară expun gestionarii financiare ai întreprinderilor la noi dificultăți. Pe de o parte, piețele financiare suferă fenomene de instabilitate care afectează rata dobânzii, cursul de schimb valutar și valoarea activelor financiare. Instabilitatea acestor variabile poate antrena pierderi severe și perturbări grave pentru gestiunea financiară a întreprinderilor. Ea constituie deci cauza unei agravări a riscurilor financiare. Pe de altă parte, economiile de piață financiară exercită o constrângere financiară mai severă pentru întreprinderi. Dacă acestea au de acum înainte acces la posibilități de finanțare largite pe piețele de capital, ele sunt deopotrivă supuse unei presiuni continue a cumpărătorilor de titluri (acțiuni și obligațiuni în special), care aducându-și aportul la resursele întreprinderii, controlează în permanență evoluția performanțelor și riscurilor lor.

Astfel, posibilitățile de plasare oferite de piețele de capital conduc la compararea între randamentul mai riguros oferit de produsele financiare și cel așteptat din investițiile reale, industriale și comerciale. Din această cauză, selectarea proiectelor de investiții productive devine mai severă și numai cele mai eficiente dintre ele pot beneficia de o confruntare favorabilă cu plasamentele financiare alternative.

În cele din urmă, economiile de piață financiară furnizează gestiunii financiare posibilități de alegere largi, dar fac să existe rețineri pentru deciziile mai complexe și mai riscante. Această îmbogățire a misiunii gestiunii financiare afectează inegal întreprinderile. Cele mai mari beneficiază din plin de posibilitatea de a combina relațiile cu piețele și relațiile cu instituțiile de credit în interesul lor. În schimb întreprinderile mici și mijlocii apar mai puțin înarmate pentru a accede pe piață și pot deci să se găsească închise într-un raport obligatoriu cu instituțiile de credit. Totuși, chiar în acest caz, existența piețelor active exercită o presiune asupra instituțiilor de credit și le constrânge să țină seama mai mult de nevoile clienților lor, ceea ce n-ar face într-o economie de intermediere financiară.