

## ASPECTE PRIVIND INCLUZIUNEA FINANCIARĂ A SOCIETĂȚILOR PE ACȚIUNI

*Drd. Ana LITOCENCO, ASEM*

*Incluziunea financiară a devenit un subiect de interes considerabil printre factorii de decizie politică, cercetători și alte părți interesate. La forumurile internaționale, precum Grupul celor 20 (G-20), incluziunea financiară este primul subiect pe lista reformelor. La nivel național, circa două treimi dintre autoritățile de reglementare și supraveghere au în sarcina lor intensificarea incluziunii financiare, iar, în ultimii ani, multe state și-au stabilit ținte și obiective aferente incluziunii financiare.*

**Cuvinte-cheie:** *incluziune financiară, excluziune financiară, cultură financiară, societate pe acțiuni, acces la finanțe, servicii financiare, bănci, activitate investițională, capital privat.*

**JEL: G15; G21; G23; G28.**

### Introducere

Incluziunea financiară dispune de o mare putere de transformare în accelerarea câștigurilor de dezvoltare. Sistemele financiare inclusive oferă persoanelor fizice și juridice un mai mare acces la resurse în satisfacerea nevoilor financiare ale acestora, precum economisirea pentru pensii, investirea în educație, valorificarea oportunităților de afaceri și de confruntare a șocurilor financiare, dar sistemele financiare reale sunt departe de a fi inclusive. O explicație a situației date constă în faptul că jumătate din populația adultă nu dispune de un cont bancar. În același timp, multe dintre persoane și entități ar beneficia de servicii financiare, dar nu le pot accesa din cauza eșecurilor pieței sau a politicilor publice inadecvate. Cu toate acestea, incluziunea financiară poate reduce semnificativ sărăcia și stimula prosperitatea comună. În același timp, incluziunea financiară denotă că eforturile și

## ASPECTS REGARDING THE FINANCIAL INCLUSION OF THE JOINT STOCK COMPANIES

*PhD student Ana LITOCENCO, ASEM*

*The financial inclusion has become a subject of considerable interest among policy makers, researchers and other stakeholders. In international forums, such as the Group of Twenty (G-20), financial inclusion is on the top list of the reform agenda. At the country level, about two-thirds of regulatory and supervisory agencies are now charged with enhancing financial inclusion and in recent years a lot of countries have set formal targets and goals related to the financial inclusion.*

**Key words:** *financial inclusion, financial exclusion, financial literacy, joint stock companies, access to finance, financial services, banks, investment activities, private equity.*

**JEL: G15, G21, G23, G28.**

### Introduction

The financial inclusion has a transformative power in accelerating development gains. Inclusive financial systems provide individuals and firms with greater access to resources to meet their financial needs, such as saving for retirement, investing in education, capitalizing on business opportunities and confronting financial shocks, but real world financial systems are far from being inclusive. An explanation for this situation is that half of the world's adult population lacks a bank account. In the same time, many of the people and entities would benefit from financial services but cannot access them due to market failures or inadequate public policies. However, the financial inclusion can significantly reduce poverty and boost shared prosperity. In the same time, the financial inclusion underscores that the efforts and promotion policies in this regard must be well designed.

politicile de promovare în sensul dat trebuie să fie bine concepute.

### **Material și metodă**

Incluziunea financiară este definită drept ponderea persoanelor sau firmelor, societăților pe acțiuni (SA), care utilizează servicii financiare. Această noțiune include o multitudine de elemente, care sunt reflectate prin varietatea de servicii financiare: de la conturile de plăți și de economii, la credite, asigurări, pensii și piețe de valori mobiliare. Pentru cea mai mare parte a consumatorilor, o disponibilitate mai largă a serviciilor financiare permite SA și persoanelor fizice să profite de oportunități de afaceri, să investească în educație, să economisească pentru pensionare și să se asigure împotriva riscurilor [8].

În același timp, este important să se facă distincția dintre utilizarea și accesul la servicii financiare. Unele persoane fizice și juridice pot avea acces, dar optează să nu recurgă la unele servicii financiare. Altele pot avea acces indirect, de exemplu, prin posibilitatea utilizării contului bancar al altcuiva. Iar a treia categorie de persoane fizice și juridice pot să nu utilizeze serviciile financiare pentru că nu au nevoie de ele din motive culturale sau religioase. De obicei, din rândurile neutilizatorilor serviciilor financiare fac parte persoanele fizice care preferă să utilizeze numerarul și persoanele juridice care nu optează pentru proiecte investiționale. Din punct de vedere al unui factor de decizie politică, neutilizatorii nu constituie o problemă, deoarece lipsa de utilizare este determinată de lipsa cererii. Cu toate acestea, cultura financiară poate, totuși, îmbunătăți nivelul de conștientizare și genera cerere pentru serviciile financiare.

Unii consumatori pot fi excluși involuntar din cadrul utilizării serviciilor financiare și câteva grupuri de consumatori fac parte din această categorie. Un grup semnificativ este format din persoane fizice și juridice, care sunt incompatibile cu băncile, prin prisma piețelor și instituțiilor financiare comerciale, deoarece au venituri insuficiente, reprezintă un risc excesiv de creditare sau din cauza costurilor de tranzacționare. În cazul dat, lipsa de utilizare nu poate fi

### **Material and method**

The financial inclusion is defined as the proportion of individuals or firms, joint stock companies (JSC) that use financial services. This notion has a multitude of elements which are reflected by the variety of financial services: starting with payments and savings accounts to credit, insurance, pensions and securities markets. For the most part of consumers, more extensive availability of financial services allows JSC and individuals to take advantage of business opportunities, invest in education, save for retirement and insure against risks [8].

In the same time, it is important to distinguish between the use of and access to financial services. Some individuals and firms may have access to, but choose not to use some financial services. Others may have indirect access, for example, by being able to use someone else's bank account. And the third category of individuals and firms may not use financial services because they do not need them or because of cultural or religious reasons. Usually, the nonusers of the financial services include individuals who prefer to deal in cash and firms that do not engage in investment projects. From a policy maker's viewpoint, nonusers do not constitute an issue because their non-use is driven by lack of demand. However, financial literacy can still improve awareness and generate demand for financial services.

Some consumers may be involuntarily excluded from the use of financial services and several groups of customers belong to this category. One notable group consists of individuals and firms that are unbankable from the perspective of commercial financial institutions and financial markets because they have insufficient income, represent an excessive lending risk or because of the transaction costs. In this case, lack of use may not be caused by market or government failure. Other groups may not have access to financial services because of discri-

cauzată de eșecul pieței sau al guvernării. Alte grupuri pot să nu dispună de acces la servicii financiare din cauza discriminării, lipsei de informații, deficiențelor în executarea contractelor, mediului informațional defectuos, deficiențelor produsului care îl fac nepotrivit pentru anumite grupuri de clienți, barierelor de preț din cauza imperfecțiunii pieței, reglementărilor defectuoase sau politizării regulatorilor. În cazul în care nivelul ridicat al prețurilor exclude o bună parte a consumatorilor, acest fapt constituie indicatorul unei infrastructuri subdezvoltate din punct de vedere fizic sau instituțional, al barierelor de reglementare sau lipsei de concurență. Excluziunea financiară necesită acțiuni politice în cazul în care aceasta e determinată de bariere ce restricționează accesul persoanelor fizice și juridice, pentru care beneficiul marginal al unui serviciu financiar ar fi mai mare decât costul marginal al furnizării serviciului.

#### **Rezultate și discuții**

În țările cu economii în curs de dezvoltare, SA angajează o mare parte a muncitorilor (circa 50 la sută) [1]. În același timp, contribuția SA la creșterea productivității economiilor în curs de dezvoltare depinde de mărimea SA, fapt ce se explică prin eficiența redusă a instituțiilor juridice și financiare în țările respective, ceea ce împiedică extinderea dimensiunii SA [5]. În acest context, este esențial să se acorde atenție constrângerilor cu care se confruntă SA în procesul de accesare a resurselor financiare.

Un studiu efectuat pe țări, de către Banca Mondială, a constatat că lipsa accesului la finanțare reprezintă o constrângere esențială în creșterea SA în economiile în curs de dezvoltare. Cercetarea s-a bazat pe analiza a 10 000 de SA din 80 de țări diferite și a reflectat că constrângerile de finanțare ale SA sunt asociate cu o creștere lentă a producției, în timp ce alte constrângeri menționate nu sunt asociate, în mod direct, cu creșterea economiei. În același timp, multe SA au evidențiat constrângerile creditare drept un impediment în desfășurarea activității [2].

mination, lack of information, shortcomings in contract enforcement, a poor information environment, and shortcomings in product features that may make a product inappropriate for some customer groups, price barriers because of market imperfections, ill-informed regulations, or the political capture of regulators. If high prices exclude large parts of the consumers, this may be a symptom of underdeveloped physical or institutional infrastructure, regulatory barriers, or lack of competition. Financial exclusion needs policy actions if it is driven by barriers that restrict access by individuals or firms for whom the marginal benefit of using a financial service would otherwise be greater than the marginal cost of providing the service.

#### **Results and discussions**

In the developing economies, the JSC employ a large share of workers (about 50 per cent) [1]. At the same time, the contribution of the JSC to productivity growth in developing economies depends on the size of the JSC, which may be explained by the weak legal and financial institutions in developing countries that prevent the extension of the JSC's size [5]. In this context, it is crucial to take a closer look at the constraints that JSC face in order to access financial resources.

A cross-country study, made by the World Bank, found that the lack of access to finance is a key constraint to JSC growth in developing economies. The research was based on analysing 10 000 JSC from 80 different countries and showed that the financing constraints related to the JSC are associated with slower output growth, while other mentioned constraints are not directly associated with economic growth. In the same time, many JSC pointed out the credit constraints as an impediment in performing their activity [2].

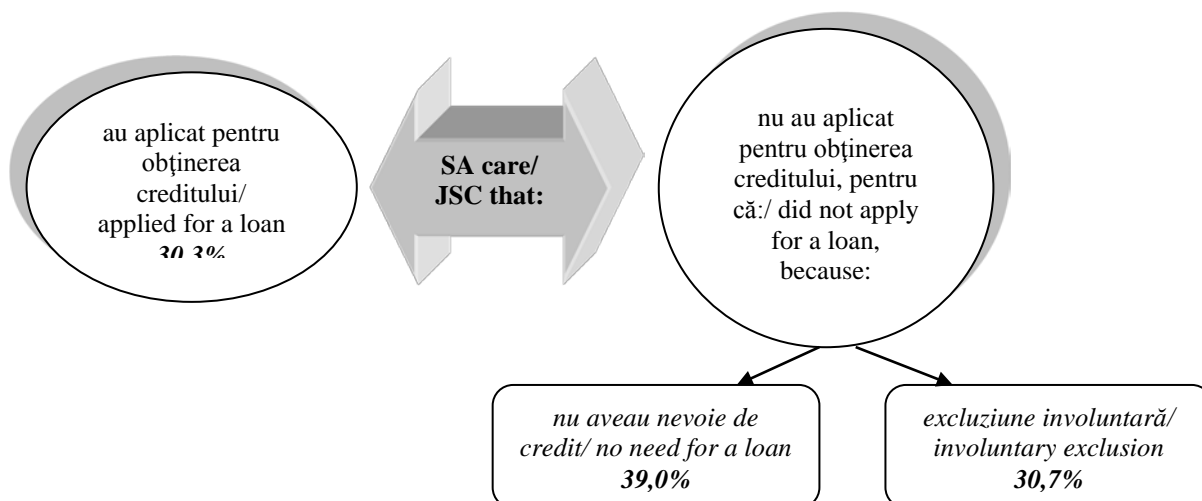
Examining how widespread credit constraints are among JSC, one should distinguish between firms that are voluntarily versus invo-

Examinând constrângerile creditare ale SA, este necesar de remarcat diferența dintre SA, care, voluntar sau involuntar, sunt excluse de la utilizarea împrumuturilor.

Având la bază datele Băncii Mondiale, figura 1 reflectă procentul SA supuse cercetării, care au aplicat/ nu au aplicat pentru obținerea unui credit în anul 2013.

luntarily excluded from using loans.

Based on the data of the World Bank, figure 1 shows the percentage of JSC that were included in the research and did/ did not apply for a loan in 2013.



**Figura 1. Excluderea voluntară sau involuntară a SA de la utilizarea instrumentelor de împrumut/ Figure 1. Voluntary vs. involuntary exclusion of the JSC from using loan instruments**

*Sursa: Elaborat de autor în baza [10]/*

*Source: Elaborated by the author based on [10]*

După cum se poate observa din figura de mai sus, 30,3% dintre SA supuse cercetării au aplicat pentru obținerea unui împrumut în anul 2013. Celelalte 39,0% dintre SA nu au aplicat din lipsă de necesitate, iar restul 30,7% au fost excluse involuntar de la accesul la instrumentele de împrumut.

Motivele excluziunii involuntare, la solicitarea unui credit, pot varia de la caz la caz. Unele SA pot să nu beneficieze de oportunități investiționale suficient de profitabile pentru achitarea ratelor de piață a dobânzilor, sau proiectele lor pot fi prea riscante pentru finanțarea acestora de către bănci. Alte SA pot fi subiecți ai constrângerilor creditare, deoarece

As it can be seen from the above figure, 30,3% of the JSC that were subject of the research have applied for a loan in 2013. The other 39,0% of the JSC did not apply for a loan because they didn't need it and the rest 30,7% were involuntarily excluded from the access to loan instruments.

The reasons of the involuntary exclusion from applying for a loan can be different from case to case. Some JSC may simply not benefit from investment opportunities that are sufficiently profitable to pay market interest rates, or their projects may be too risky for banks to

sunt supuse diverselor proceduri, precum selecția în defavoare și hazardul moral. În unele cazuri, SA nu dispun de înregistrări contabile adecvate pentru a demonstra performanța companiei în momentul solicitării unui împrumut (problemă agravată de faptul că unele SA operează în mod informal). Astfel, acest tip de SA pot să nu fie înregistrate în mod oficial, sau, în cazul în care sunt înregistrate, nu declară toate veniturile obținute, ceea ce prezumă că nu au o dovadă oficială/ adecvată de obținere a venitului. Acest gen de lipsă a documentației poate constitui unul din motivele din cauza cărora unele SA nu au solicitat credit, în special din cauza procedurilor complexe de aplicare. De exemplu, pentru a completa informațiile necesare, creditorul poate solicita garanții suplimentare, dar, de multe ori, SA nu dispun de garanții corespunzătoare sau cerințele de garanție sunt foarte înalte. Adicional, costurile ridicate de tranzacții pot, de asemenea, restricționa accesul SA la resurse financiare, din cauza cărora contractarea împrumutului devine nerentabilă pentru SA de mici dimensiuni. Un alt motiv, din cauza căruia SA sunt excluse involuntar de pe piața resurselor financiare este gradul înalt de risc, care, adesea, este reflectat în ratele ridicate ale dobânzilor și taxelor [3, 4].

În afară de aceasta, rezultatele diverselor cercetări evidențiază că excluderea involuntară, din diverse motive (rate ridicate ale dobânzii, proceduri dificile de aplicare și cerințe substanțiale de garantare), tinde să fie mai frecventă în țările cu venituri mici și medii decât în țările cu venituri ridicate. Această situație se explică prin faptul că țările cu venituri mari au o infrastructură financiară mai dezvoltată, pentru a soluționa diversele probleme cu care se confruntă SA de obicei.

În acest context, datele Băncii Mondiale privind Efectuarea Afacerilor ne demonstrează că statele cu un nivel înalt al veniturilor dețin informații creditare mai cuprinzătoare, disponibile printr-un sistem de raportare creditară. Alte motive din care nivelul excluziunii financiare variază între state sunt și structura econo-

finance. Other JSC may be credit constrained because they are subject to different problems as adverse selection and moral hazard. In some cases, JSC often don't have adequate records and accounts to document the company's performance to apply for a loan (this problem is compounded by the fact that some JSC operate informally). Thus, this type of JSC may not register with the government, or, if they are registered, they may not declare all their revenue, which means that they have no/ inadequate official proof of income. This kind of lack of documentation may be one reason why some of the JSC did not apply for a loan, especially because of the complex application procedures. For instance, to fill in for the needed information, the lender may ask for additional collateral, but JSC often lack adequate collateral or the collateral requirements are very high. In addition, high transaction costs can also restrict the access to financial resources among JSC because of which it makes the lending unprofitable to small size JSC. Another reason why JSC are involuntary excluded from the financial resources market is the great risk involved, which is often reflected in high interest rates and fees [3, 4].

Besides, the results of different researches show that involuntary exclusion for all reasons (high interest rates, difficult application procedures and substantial collateral requirements) tend to be more frequent in low – and middle-income countries than in high-income ones. This situation may be explained by the fact that high-income countries have a more developed financial sector infrastructure to mitigate the different problems that JSC usually face.

In this sense, the World Bank's Doing Business database shows that countries with higher income levels have more comprehensive

miei, nivelul concurenței în sistemul bancar, dar și nivelul datoriei publice.

În vederea facilitării accesului la resurse financiare, în unele state, băncile au elaborat strategii inovative de acordare a împrumuturilor către SA, implementarea cărora a dat rezultate pozitive atât pentru creditori, cât și pentru debitori<sup>1</sup> [7].

Un lucru interesant rezidă în faptul că băncile din țările în curs de dezvoltare oferă SA, din ce în ce mai des, servicii nefinanciare. Astfel, băncile oferă servicii de training și consultanță care pot îmbunătăți capacitățile SA de ținere a evidenței contabile, fapt ce permite, ulterior, băncilor să evalueze mai ușor gradul de credibilitate al potențialilor clienți. Adicional, majoritatea serviciilor nefinanciare de tipul dat sunt gestionate de contabilii-șefi ai SA, fapt ce le permite să colecteze informații detaliate privind afacerea, situația financiară și necesitatea de servicii bancare ale SA. Acest tip de afaceri soluționează diverse probleme, pe măsură ce băncile obțin mai multe informații concludente despre clienții care solicită credit<sup>2</sup> [11]. În așa fel, unele bănci beneficiază de oportunitățile de afaceri cu SA prin prestarea către acestea a serviciilor de menținere a conturilor curente, de efectuare a tranzacțiilor bancare și de gestiune a numerarului. Prin intermediul serviciilor date, băncile creează și dez-

credit information available through a credit reporting system. Other reasons why involuntary exclusion varies between different countries include the structure of economies, competition in the banking sector and the extent of government borrowing.

In order to facilitate the access to finance, in some countries, banks have developed innovative strategies for lending to JSC which gave positive results as for the lenders and for the borrowers<sup>1</sup> [7].

An interesting fact is that banks in emerging markets are increasingly providing non-financial services to JSC. Thereby, banks offer training and consulting services that can improve recordkeeping among JSC, thus permitting banks to assess more easily the creditworthiness of the potential clients. In addition, a majority of these nonfinancial services are managed by JSC account managers, allowing them to obtain detailed information about the business, financial situation and banking needs of the JSC. This business model mitigates different problems as banks gain more accurate information on loan applicants<sup>2</sup> [11]. Thus, some of the banks take advantage of business opportunities with JSC by providing them with checking accounts, tran-

<sup>1</sup> În Argentina și Chile, băncile, de cele mai multe ori, identifică potențialii clienți credibili prin intermediul relației de afaceri cu marile companii. Motivul din care băncile în țările date au elaborat astfel de strategii este că acestea consideră sectorul SA drept unul semnificativ, nesaturat, care deține perspective înalte de activitate și vor să le atragă./ In Argentina and Chile, banks often seek out creditworthy JSC through client relationships with large firms. The reason why banks in these countries developed such strategies is because they find the JSC sector large, unsaturated and possessing good prospects of activity and want to attract them.

<sup>2</sup> Banca Turcă (TürkEkonomiBankası) a utilizat cu succes prestarea serviciilor nefinanciare pentru a-și extinde activitatea de creditare. Începând cu anul 2005, banca a dezvoltat și a implementat prestarea serviciilor de training, consultanță și schimbul de informații pentru SA, cu scopul de a-și crea o bază de date a clienților cu afaceri prospere, câștigând, astfel, noi clienți, promovând principiul loialității clienților și reducând riscul de creditare. Drept rezultat, numărul clienților băncii a crescut de la 20 000, în anul 2005, la 700 000 mii, în anul 2011, iar ponderea creditelor acordate SA în total portofoliu creditar al băncii s-a majorat de la 25%, în anul 2006, la 44%, în anul 2011, în timp ce numărul creditelor neperformante ale băncii s-a redus semnificativ. Ghidându-se de succesul din Turcia, BNP Paribas (unul dintre cei mai mari acționari ai Băncii Turce) a preluat practica prestării unor servicii nefinanciare în Algeria și tinde să facă același lucru și în piețele din Europa./ <sup>2</sup> The Turkish Bank (TürkEkonomiBankası) has successfully used nonfinancial services to expand its lending. Starting in 2005, the bank developed and implemented training, consulting and information-sharing services for JSC with the goal of building a client database of healthy businesses, gaining new clients, promoting customer loyalty and reducing the credit risk. As a result, the number of the bank's clients rose from 20 000 in 2005 to 700 000 in 2011 and the share of JSC loans in the total loans of the bank grew from 25% in 2006 to 44% in 2011, while the number of the nonperforming loans was reduced significantly. Driven by the success in Turkey, BNP Paribas (one of the Turkish bank's larger shareholders) replicated some of the bank's nonfinancial services in Algeria and is now also seeking to replicate the model in European markets.

voltă relații cu SA și cunosc mai multe date despre acestea, fapt ce facilitează acordarea de credite în viitor [9].

În ciuda rezultatelor promițătoare din unele țări, acțiunile sectorului privat nu întotdeauna sunt suficiente pentru a reduce constrângerile creditare ale SA, iar factorii de decizie politică caută să realizeze politici financiare de promovare a creșterii economice și creării locurilor de muncă. Cel mai des utilizate politici includ intervenția statului sub forma creditului direct, subsidiilor sau acordarea creditelor de către băncile de stat. Factorii de decizie politică pot încuraja băncile să acorde credite prin preluarea riscului de creditare și acordarea garanțiilor pentru un portofoliu creditar sau pentru credite individuale. Instituțiile guvernamentale și internaționale oferă astfel de oportunități de partajare a riscului, ce pot majora creditele acordate SA prin reducerea garanțiilor necesare pentru obținerea unui credit, deoarece garantul acordă o parte din garanție. În același timp, pentru un anumit volum al gajului, garanția poate permite mai multor debitori obținerea unui împrumut, deoarece garanția diminuează riscul creditului. În practică, însă, una din preocupările de bază o constituie oportunitățile de partajare a riscului ce pot să nu genereze împrumuturi ulterioare. În schimb, băncile pot utiliza garanțiile pentru a diminua riscul creditelor, care ar fi putut fi acordate fără obținerea garanțiilor. Cercetările și experiențele sugerează că bunele practici în domeniul schemelor de garantare a creditelor trebuie să includă:

- ✓ lăsarea evaluărilor creditare și luarea deciziilor în seama sectorului privat;
- ✓ plafonarea ratelor de acoperire și permiterea întârzierii plății garanției până nu sunt luate măsuri de recuperare de către creditor întru minimizarea problemelor hazardului moral;
- ✓ stabilirea garanțiilor, pornind de la necesitățile durabilității financiare și minimizării riscului;
- ✓ încurajarea utilizării instrumentelor de gestiune a riscurilor.

saction banking services, and cash management services. Through these services, the banks develop a relationship with the JSC and learn more about them, which can facilitate lending to these clients in the future [9].

Despite the promising results in some countries, private sector actions may not always be sufficient to reduce the credit constraints on JSC and policy makers often pursue financing policies to promote economic growth and employment creation. Commonly used policies include direct state intervention in the form of directed credit, subsidies, or state bank lending to JSC. Policy makers can encourage banks to lend by taking on the credit risk through guarantees either for a portfolio of loans or for individual loans. Both governments and international organizations offer such risk-sharing arrangements that can increase lending to JSC by lowering the amount of collateral that is needed to be pledged in order to receive a loan because the guarantor provides part of the collateral. Similarly, for a given amount of collateral, a credit guarantee can allow more risky borrowers to receive a loan because the guarantee lowers the risk of the loan. In practice, a concern is that risk-sharing arrangements may not lead to additional lending. Instead, banks may use guarantees to lower the risk on loans that they would have issued even in the absence of the guarantees. Research and practitioner experience suggest that best practices for credit guarantee schemes include:

- ✓ leaving credit assessments and decision making to the private sector;
- ✓ capping coverage ratios and delaying the pay-out of the guarantee until recovery actions are taken by the lender so as to minimize moral hazard problems;
- ✓ pricing guarantees taking into account the need for financial sustainability and risk minimization;

Cu toate acestea, multe dintre schemele existente nu corespund bunelor practici, fapt ce explică eficiența limitată a acestora în promovarea creditelor. În acest context, factorii de decizie politică pot întreprinde alte măsuri care sunt orientate spre piață întru promovarea creditelor. Astfel de acțiuni au drept scop îmbunătățirea infrastructurii financiare în vederea soluționării diverselor probleme întâmpinate de către SA și includ [11]:

- implementarea unei legislații și registre adecvate și flexibile privind garanțiile;
- încurajarea accesibilității informației creditare prin îmbunătățirea ținerii evidenței contabile în sectorul corporativ și prin facilitarea schimbului de informații dintre diverși participanți precum bănci, companii de utilități și furnizori;
- consolidarea infrastructurii instituționale, legale și regulatorii privind factoringul și leasingul.

Pe lângă contractarea unui credit, SA se pot implica și în activități investiționale, fapt ce se explică, în mare parte, prin reticența băncilor de a finanța investiții riscante. Această reticență poate să nu survină din credibilitatea SA, ci din probabilitatea eșecului unei investiții riscante și potențial profitabil. Spre exemplu, băncile pot fi reticente la acordarea unui împrumut unei companii, care preconizează să efectueze o investiție ce are 80% șanse de succes și 20% șanse de eșec, în special, dacă compania dată are răspundere limitată. În cazul în care compania nu ar avea răspundere limitată, fondatorul acesteia nu va tinde să investească în proiectul dat, deoarece și-ar putea pierde propriile active în caz de eșec. Această problemă este mai evidențiată în statele în care mecanismele, precum gestiunea riscului, protecția în caz de insolvabilitate sunt dezvoltate într-o manieră redusă. În acest sens, produsele de asigurare inovaționale ar putea fi o cale de soluționare a problemelor aferente riscurilor investiționale ale SA.

Pe de altă parte, finanțarea prin intermediul capitalului privat poate încuraja companiile să efectueze investiții riscante, pentru că

- ✓ encouraging the use of risk management tools.

However, many existing schemes do not follow best practices, which explain their limited effectiveness in promoting lending. In this context, policy makers can take other, more market oriented actions to promote lending. Such actions aim to improve financial sector infrastructure in order to mitigate different problems faced by JSC, and include [11]:

- putting in place adequate movable collateral laws and registries;
- fostering the availability of credit information by improving corporate accounting and by supporting information sharing among various participants, including banks, utility companies and suppliers;
- strengthening the legal, regulatory and institutional infrastructure for factoring and leasing.

Besides contracting a loan, JSC may involve in investment activities as well and that's because in particular, banks may be reluctant to finance risky investments. This reluctance may not arise from the creditworthiness of the JSC, but from the probability of failure of the risky, but potentially profitable investments. For example, banks may be reluctant to lend to a firm that considers an investment with an 80 per cent chance of success and a 20 per cent chance of failure, especially if the firm has limited liability. If the firm does not have limited liability, the owner will be reluctant to invest, because the owner will lose personal assets in the event the project fails. This problem may be noticeable in countries in which other mechanisms for dealing with risk, such as bankruptcy protection, are weak. In this sense, innovative insurance products may provide one way of mitigating the investment risk affecting JSC.



permite partajarea riscului cu un investitor privat. Un alt avantaj al capitalului privat îl constituie faptul că acesta oferă finanțare pe un termen mai îndelungat decât creditele, în special pentru debitorii mai riscanți și netransparenți, deoarece băncile, de regulă, oferă credite pe termen scurt unor astfel de debitori, credite care, ulterior, trebuie să fie reînnoite sau renegociate. În ciuda potențialelor beneficii, investițiile bazate pe capitalul privat și oportunitățile de partajare a riscului pot să nu devină mai des utilizate, întrucât acestea, la fel, pot genera hazardul moral. Prin partajarea riscului, fondatorul SA este mai puțin cointerestat în succesul investiției, deoarece contribuția SA în investiția dată este mai mică decât valoarea totală a investiției. De fapt, în unele state dezvoltate, investițiile de capital în SA sunt asigurate de către prieteni și familie, care dețin informații sigure despre intențiile și acțiunile fondatorului SA și care se pot baza pe relații interpersonale.

Cu toate acestea, nu toate SA dispun de acces la suficiente resurse de finanțare din partea prietenilor și familiei. Aici survine situația în care investitorii capitalului privat pot fi implicați. În vederea atenuării hazardului moral, investitorii capitalului privat se bazează pe situații neprevăzute și titluri de valoare care orientează drepturile de control în funcție de performanța investiției. În condițiile în care contractele respective necesită punerea corectă în aplicare a legii, finanțarea pe baza capitalului privat este mai binevenită în statele care dispun de mecanisme legale solide de punere în aplicare [10]. Investitorii capitalului privat, de cele mai multe ori, oferă mai mult decât doar finanțarea companiilor pe care le susțin. Aceștia se bazează pe experiența vastă de oferire a serviciilor, privind cunoașterea pieței, care pot ajuta companiile să opereze mari schimbări în activitatea lor. Aceste cunoștințe de piață și de expertiză pot fi rar întâlnite în țările în curs de dezvoltare, fapt ce reprezintă un alt motiv pentru care investițiile de capital privat sunt mai rar întâlnite în astfel de economii. Unele instituții guvernamentale și internaționale au luat măsuri

On the other side, private equity financing can encourage firms to make risky investments because it allows the firm to share the risk with a private equity investor. Another advantage of private equity is that it can provide financing that is longer term relative to loans, particularly for riskier and more non transparent borrowers, because banks often offer such borrowers shorter-term loans, which then need to be renewed or renegotiated. Despite the potential benefits, private equity investment and risk-sharing arrangements may not become more common because they can also lead to moral hazard. With risk sharing, the JSC owner has less incentive to ensure that investments are successful because the JSC's stake in the investment is less than the full amount. In fact, in some developing countries, equity investments in JSC are supplied by friends and family, who may have good information about the JSC owner's intentions and actions and who can rely on the personal relationships.

However, not all JSC have access to sufficient funding from friends and family. This is a case where private equity investors can step in. To mitigate moral hazard, private equity investors rely on contracting contingencies and securities that shift control rights depending on the performance of the investment. Because these contracts require sound legal enforcement, private equity financing is more likely to flourish in countries with strong legal enforcement mechanisms [10]. Private equity investors often supply more than funding to the firms they support. They rely on extensive experience to offer market knowledge services that can help firms make large changes in their business. This market knowledge and expertise may be scarcer in developing countries, which is another reason why private equity investment may be more difficult to find in these economies. Some governments and international organizations have

pentru a aborda deficiențele investițiilor de capital privat în țările în curs de dezvoltare<sup>1</sup>.

Bursele de valori pot servi, de asemenea, drept sursă potențială de finanțare pentru unele SA, dar acestea generează o serie de provocări. Unul dintre motivele, din care multe SA nu sunt listate la bursele de valori, este că atât costurile fixe aferente ofertei publice inițiale, cât și costurile aferente cerințelor de raportare pot fi destul de înalte. În unele cazuri, chiar reglementările dure care au drept scop protejarea intereselor investitorilor pot exclude posibilitățile de listare a SA la cele mai mari burse de valori. Unele state au creat piețe secundare, care dispun de reglementări și cerințe special adaptate pentru companiile de mărimi mici, precum AIM în Londra, NASDAQ în New York și AltX în Africa de Sud<sup>2</sup>.

De asemenea, există cazuri în care listarea SA-urilor nu a avut succes în unele state. Unul dintre factorii, care au împiedicat expansiunea practicii date, este lipsa unui cadru instituțional. Investitorii instituționali, precum fondurile de pensii, dețin o cotă esențială de acțiuni în multe burse de valori și, de regulă, optează pentru efectuarea investițiilor în companii de dimen-

taken steps to address the shortfalls in private equity investment in developing countries<sup>1</sup>.

Stock markets can be a potential source of financing for some JSC as well, but they are associated with a number of challenges. One reason why more JSC do not list on stock markets is that the fixed costs of an initial public offering, as well as the costs implied by on-going reporting requirements can be high. In some cases, stringent regulations that are intended to safeguard the interests of investors may even exclude JSC from listing on large stock exchanges altogether. Some countries have created secondary trading exchanges with regulations and requirements specifically adapted to smaller firms, such as AIM in London, NASDAQ in New York, and AltX in South Africa<sup>2</sup>.

There are also instances in which JSC exchanges have not been successful in some countries. One factor that has prevented the growth of the exchange is the lack of institutional participation. Institutional investors, such as pension funds, hold a large fraction of shares in

<sup>1</sup> O încercare majoră de a stimula industria capitalului privat în Nigeria a fost Schema Investițiilor de Capital în Industria Mică și Mijlocie, care obliga băncile să aloce 10 la sută din profitul obținut înainte de impozitare pentru efectuarea investițiilor de capital. Recent, Guvernul Nigeriei a modificat, de asemenea, reglementările aferente sistemului de pensii, pentru a permite investirea până la 5% din activele fondurilor de pensii în capitalul privat. Cu toate acestea, unele dintre aceste fonduri au rămas neinvestite, în mare parte, din cauza dominației acțiunilor frauduloase și lipsei de capacitate și de transparență a unor SA./ For instance, a major attempt to stimulate the private equity industry in Nigeria was the Small and Medium Industry Equity Investment Scheme, which required banks to set aside 10 percent of their pretax profits for equity investments. Recently, the Nigerian government also changed pension regulations to allow up to 5 percent of pension assets to be invested in private equity. However, some of these funds have remained uninvested in part because of a high prevalence of fraud and a lack of some JSC's capacity and transparency

<sup>2</sup> Spre exemplu, AIM a fost fondată în anul 1996 și mai mult de 3 000 de companii au fost listate în cadrul acesteia. O componentă esențială a AIM o constituie utilizarea consilierilor desemnați, aceștia fiind companii specializate în finanțarea corporativă. Fiecare companie care dorește să intre la AIM trebuie să conlucreze cu un consilier desemnat pe toată perioada listării la AIM. Consilierii desemnați ghidează și oferă sfaturi companiilor date. Aceștia, de asemenea, dețin funcția de control al calității: trebuie să raporteze AIM periodic informații privind compania dată. AltX din Africa de Sud utilizează un sistem similar. Fiecare companie, care este listată la bursă, trebuie să dispună de un consilier anunit care ghidează compania privind responsabilitățile acesteia în procesul de listare și obligațiile ei de a-și menține statutul din momentul listării./ For example, AIM was launched in 1996, and more than 3,000 firms from across the globe have since listed on the exchange. A crucial component of AIM is the use of nominated advisers, companies that specialize in corporate finance. Each firm seeking admission to AIM must work with a nominated adviser throughout the period of listing on AIM. Nominated advisers provide advice and guidance to firms. They also have a quality control function: they must periodically report information on the firm to AIM. AltX in South Africa uses a similar system. Each company that lists on the exchange needs to obtain a designated adviser who advises the company on its responsibilities during the listing process and on its duty to maintain its status once listed.

siuni mari [11]. De fapt, SA de mărimi mici, de regulă, sunt lipsite de lichidități, ceea ce semnifică faptul că numărul de tranzacții aferente acestora este cu mult mai mic decât cel al unor companii mai mari. Calculele efectuate de Federația Mondială a Burselor de Valori sugerează că entitățile cu o capitalizare mai mică de 200 milioane dolari constituie circa 64% din companiile lumii, care au fost listate la burse, în anul 2011, dar constituie doar 4% din volumul de valori mobiliare tranzacționate. În același timp, un studiu al companiilor listate în China și India arată că entitățile de mărimi mari sunt mai predispuse să emită noi capitaluri decât companiile mici.

### Concluzii

Programele de împrumut direct și oportunitățile de partajare a riscului pot avea efecte pozitive asupra accesului SA la finanțe și creștere, dar reprezintă, totodată, o provocare în procesul de elaborare și gestiune a unor astfel de inițiative. Aceste îngrijorări devin din ce în ce mai evidente în economiile care dispun de medii instituționale slab dezvoltate, unde este dificil de stabilit practici privind guvernarea corporativă, iar SA se confruntă cu diverse constrângeri.

De asemenea, SA care tind să efectueze investiții riscante cu posibilități înalte de obținere a câștigurilor pot să nu fie capabile să obțină împrumuturi bancare de finanțare a proiectelor sale, situație în care investitorii capitalului privat se pot implica prin partajarea riscului și împărțirea potențialelor câștiguri. Cu toate acestea, acest tip de investiții se bazează pe existența unui cadru legal puternic de executare a prevederilor contractuale, care pot să lipsească în unele state.

Cu referire la bursele de valori, măsura în care acestea pot constitui o sursă sigură și viabilă de resurse financiare pentru SA rămâne neclară. Chiar și bursele adaptate după SA de mărimi mici tind să-și orienteze atenția spre SA care se dezvoltă rapid, fapt ce denotă că bursa de valori nu reprezintă o soluție de finanțare pentru o bună parte dintre SA. Cu toate acestea, bursele de valori pot avea efecte pozitive de contagiune asupra SA. Spre exemplu, dacă companiile de mărimi mari

many stock exchanges, and they tend to invest in relatively large firms [11]. In fact, small JSC tend to be illiquid, meaning that the number of trades per listed company is relatively small compared with larger caps. The calculations made by the World Federation of Exchanges suggest that enterprises with market capitalization below USD 200 million made up 64 per cent of the world's listed companies in 2011, but accounted for only 4 per cent of share trading volume. Similarly, a study of listed firms in China and India shows that larger firms are more likely than smaller firms to issue new equity.

### Conclusions

Directed lending programs and risk-sharing arrangements can have positive effects on the JSC access to finance and growth, but it is a challenge to design and manage such initiatives. These concerns are even greater in weak institutional environments where it is difficult to establish good governance and JSC face particularly severe financial constraints.

In the same time, JSC that are looking to make risky investments with potential high returns may not be able to obtain bank loans to fund these projects, situation when private equity investors can step in to share the risk and potential rewards. However, these types of investments rely on sound legal systems for contract enforcement, which may be lacking in developing countries.

Regarding the stock markets, the extent to which they can be a viable and sustained source of finance for JSC is thus not clear. Even exchanges such as those adapted for small size JSC tend to focus on the most rapidly growing JSC so that stock markets may not be a financing solution for a broad range of JSC. However, stock markets can potentially have positive spill over effects on JSC; for example, if more large firms obtain financing through stock markets,

obțin mai multă finanțare din partea burselor de valori, va fi mai puțină nevoie de finanțare din partea băncilor, iar băncile, în cazul dat, ar putea să-și extindă operațiunile de creditare.

they may need less financing from banks, and banks may expand their lending operations.

#### Referințe bibliografice/ Bibliographic references:

1. AYYAGARI M., DEMIRGÜÇ-KUNT A., VOJISLAV M. *Small vs. Young Firms across the World: Contribution to Employment, Job Creation, and Growth*. Policy Research Working Paper 5631, World Bank, Washington, DC. 2011.
2. AYYAGARI M., DEMIRGÜÇ-KUNT A., VOJISLAV M. *How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment*. World Bank Economic Review 22 (3):483–516. 2008.
3. BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., MARTÍNEZ-PERÍA M.S. *Bank Financing for SMEs around the World: Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices*. Policy Research Working Report 4785, World Bank, Washington, DC. 2008.
4. BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., MARTÍNEZ-PERÍA M.S. *Banking Services for Everyone? Barriers to Bank Access and Use around the World*. World Bank Economic Review 22 (3): 397–430. 2008.
5. BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., VOJISLAV M. *Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?* Journal of Finance 60 (1):137–77. 2005.
6. De la TORRE A., MARTÍNEZ PERÍA M.S., SCHMUKLER S. *Drivers and Obstacles to Banking SMEs: The Role of Competition and the Institutional Framework*. In *Reforming Rules and Regulations: Laws, Institutions, and Implementation*, edited by Vivek Ghosal, 215– 53. CESifo Seminar Series. Cambridge, MA: MIT Press. 2010.
7. DEMIRGÜÇ-KUNT A., BECK T., HONOHAN P. *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*. World Bank Policy Research Report, World Bank, Washington, DC. 2008.
8. International Finance Corporation. *The SME Banking Knowledge Guide*. IFC, Washington, DC. 2010.
9. LERNER J., SCHOAR A. 2005. *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions?* Quarterly Journal of Economics 120 (1): 223–46.
10. World Bank. 2014. *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-0-8213-9985-9. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0.