

UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA

Cu titlu de manuscris
C.Z.U.: 005.585:336.76(478)(043)

Vladimir SAVCIUC

**EFICIENTIZAREA GESTIUNII VALORII ÎN
CADRUL ÎNTREPRINDERII**

Specialitatea: 522.01 – Finanțe

Autoreferatul tezei de doctor în științe economice

CHIȘINĂU, 2015

Teza a fost elaborată în cadrul catedrei „Finanțe și Băncii”
a Universității de Stat din Moldova

Conducător științific:

COBZARI Ludmila, doctor habilitat în economie, profesor universitar,
specialitatea 522.01. *Finanțe*

Referenți oficiali:

SECRIERU Angela, doctor habilitat în economie, profesor universitar

CHIOSEA Tatiana, doctor în științe economice, conferențiar universitar

Componența Consiliului Științific Specializat:

ULIAN Galina, președinte, doctor habilitat în economie, profesor universitar

DOGA-MÎRZAC Mariana, secretar științific, doctor în economie, conferențiar universitar

BĂNCILĂ Natalia, doctor habilitat în economie, conferențiar universitar

BAJURA Tudor, doctor habilitat în economie, profesor cercetător

ALBU Svetlana, doctor habilitat în economie, conferențiar universitar

Susținerea tezei va avea loc la 9 iunie 2015, ora 15.00 în ședința Consiliului științific specializat D 30.522.01 – 04 din cadrul Universității de Stat din Moldova, pe adresa: MD-2005, mun. Chișinău, str. Mateevici, 60, bloc „Central”, et.3, biroul 312.

Teza de doctor în științe economice și autoreferatul pot fi consultate la Biblioteca Științifică a Universității de Stat din Moldova și pe pagina web a CNAA (www.cnaa.md)

Autoreferatul a fost expediat la 9 mai 2015.

Secretar științific

al Consiliului Științific Specializat:

doctor în economie,
conferențiar universitar



Doga- Mîrzac Mariana

Conducător științific:

doctor habilitat în economie,
profesor universitar



Cobzari Ludmila

Autor:



Savciuc Vladimir

REPERE CONCEPTUALE ALE CERCETĂRII

Actualitatea și importanța temei de cercetare sunt condiționate de faptul că unul dintre cele mai eficiente concepte de gestiune a întreprinderii se fundamentează pe maximizarea valorii sale, deoarece creșterea valorii întreprinderii, pentru o anumită perioadă de timp, constituie criteriul eficacității activității sale economice și include, practic, toate informațiile ce țin de funcționarea sa. La luarea deciziilor manageriale, administrația întreprinderii trebuie să coreleze consecințele influenței acestora asupra activității întreprinderii, criteriul final fiind valoarea.

În perioada de tranziție a Republicii Moldova la economia de piață, apare problema distribuirii bunurilor între participanții pe piață. O opțiune, în rezolvarea acestei probleme, o constituie estimarea corectă a valorii întreprinderii și identificarea factorilor care influențează costul, astfel, încât adoptarea noilor decizii de gestiune ar conduce la realizarea obiectivului propus – creșterea valorii întreprinderilor și, prin urmare – la ameliorarea bunăstării întregii societăți. În acest sens, actualmente, în Republica Moldova, există mai multe probleme privind gestiunea valorii, care argumentează importanța acestei teme de cercetare, cum ar fi:

- dezvoltarea insuficientă a pieței de valori, fapt ce condiționează incapacitatea utilizării indicatorilor de piață în estimarea afacerii și calcularea exactă a valorii de piață (juste);
- situația economică dificilă, care duce la predictibilitatea slabă a activității economico-financiare și prezența riscurilor mari, fapt ce complică utilizarea metodei veniturilor de evaluare a afacerii;
- problemele managerilor în situațiile alternative de opțiuni pentru direcționarea surselor în investiții sau în dividende, pentru investirea surselor și rezervarea acestora în vederea menținerii nivelului de lichiditate;
- necesitatea identificării abordărilor metodologice noi privind activitatea de evaluare, care permit, într-o mai mare măsură, să se țină cont de specificul întreprinderilor din Republica Moldova.

Aspectele teoretice ale cercetării au fost abordate în mai multe lucrări științifice, dar tratările propuse nu acoperă toate aspectele acestei probleme. Constatăm că experiența acumulată, în special, în străinătate nu poate fi, întotdeauna, aplicată în condițiile actuale din Republica Moldova. În acest sens, este necesară găsirea unor modalități de soluționare a problemelor specifice economiei Republicii Moldova. Totodată, în prezent, există un șir de lacune și ambiguități în metodele de evaluare și criteriile de luare a deciziilor manageriale, de aceea, cercetarea în cauză își propune, într-o oarecare măsură, complinirea acestor goluri.

Gradul de studiere a temei de cercetare. Importanța perfectării gestiunii valorii întreprinderii în vederea creșterii acesteia constituie un aspect financiar important al activității întreprinderii. Factorii ce influențează estimarea valorii

întreprinderii au fost cercetați în diverse centre economice științifice naționale și internaționale, precum: Direcțiile de cercetare ale Băncii Mondiale; Organizația pentru Cooperare Economică și Dezvoltare; Central for Social and Economic Research; Institutul Național de Cercetări Economice al Academiei Române; Institutul de Cercetări Financiare și Monetare «Victor Slăvescu» al Academiei Române; Academia de Studii Economice a Moldovei; Universitatea din Sankt-Petersburg; Institutul Național de Cercetări Economice al AȘM; Universitatea de Stat din Moldova; Universitatea Tehnică din Moldova etc.

Lucrările publicate în Republica Moldova în domeniul estimării valorii întreprinderii reprezintă rezultatele cercetărilor științifice elaborate de economiștii: Albu S., Botnari N., Bușmachiu E., Băncilă N., Ciubotaru M., Cobzari L., Hîncu R., Iliadi G., Timuș A., Ulian G. etc.

Dintre economiștii din Federația Rusă, au abordat acest subiect, cercetătorii: Balabanov I., Borodina E., Golicov Iu., Colcina M., Smirnova Z., Valdaîțev S., Covaliov V., Cozări Iu. Merită toate aprecierile și remarcabilii economiști din România – Paul Bran, Ion Stancu, Dalina Dumitrescu, care și-au adus o contribuție valoroasă la cercetarea valorii întreprinderii. O bogată sursă de lucrări științifice consacrate acestui subiect o constituie lucrările unor autori din SUA, Europa și din alte state, cum ar fi: Arnold G., Damodoran A., Rappaport A., Stewart B. etc.

Scopul și obiectivele de cercetare. Scopul principal al investigației îl reprezintă studiul comparativ al abordărilor privind estimarea și gestiunea valorii întreprinderii și elaborarea criteriilor de luare a deciziilor manageriale în baza aplicării conceptului de valoare.

Scopul înaintat a stabilit următoarele **obiective**:

- revizuirea conceptului de valoare de piață (justă) și identificarea diferențelor dintre aceasta și alte tipuri de valoare ale întreprinderii;
- examinarea metodelor existente de evaluare a afacerii în vederea identificării problemelor și a factorilor care împiedică aplicarea eficientă a acestora în Republica Moldova;
- analiza problemelor existente de evaluare a întreprinderilor;
- identificarea problemelor specifice de gestiune a valorii întreprinderii în condiții de criză;
- identificarea factorilor-cheie ai valorii;
- crearea algoritmului de gestiune a valorii businessului prin intermediul influenței manageriale asupra factorilor-cheie ai valorii;
- elaborarea mecanismului de majorare a eficienței gestiunii valorii întreprinderii și stabilirea criteriilor de luare a deciziilor manageriale eficiente.

Obiectul de cercetare este reprezentat de întreprinderile vinicole din Republica Moldova, care constituie suportul elaborării metodelor de gestiune a valorii întreprinderii și aplicarea eficientă a acestora. Pentru această cercetare, au fost selectate trei companii, a căror activitate principală constă în producerea producției vinicole. Acest domeniu de activitate, din anul 2006, s-a aflat într-o

situație foarte dificilă din cauza unor circumstanțe externe. De aceea, estimarea valorii întreprinderilor din acest domeniu, în prezent, este dificilă. În opinia noastră, în prezent, piața subestimează aceste întreprinderi din cauza incertitudinii și a atractivității scăzute a businessului respectiv.

Baza teoretică și metodologică a cercetării.

Baza teoretică și metodologică a cercetării este fundamentată pe o abordare sistemică a studierii și analizei întreprinderii, a determinării și gestionării valorii, care la rândul său se bazează pe realizările contemporane ale gândirii economice. În cercetare au fost aplicate mai multe teorii cum ar fi: teoria neoclasică a valorii elaborată de A.Marshall, teoremele F.Modigliani – M.Miller cu privire la neutralitatea politicii de dividend, teoriile de gestiune a valorii întreprinderii etc.

Luând în considerație caracterul teoretic, metodologic și metodic al cercetării efectuate, examinarea diferitor aspecte ale problemei gestiunii întreprinderii contemporane a fost efectuată atât în baza metodelor empirice cât și ale celor teoretice. Metodologia cercetării aplicată s-a bazat pe principiile dialecticii în concordanță cu cele ale următoarelor metode: metodele sistemice, analiza statistică, metoda dialectică cu componentele ei: analiza și sinteza, inducția și deducția, metodele grafice, metoda alcătuirii tabelelor analitice, metodele inerente disciplinelor economice – observația, raționamentul, comparația, clasificarea, metodele matematicii financiare, metode de analiză economico-financiară, cum ar fi: metoda clasică de analiză pe verticală, orizontală, metoda ratelor financiare etc.

Problema științifică importantă, soluționată în domeniul de cercetare, constă în identificarea celor mai optimale căi de gestionare a valorii întreprinderii și elaborarea noilor metodologii și metode de gestiune a valorii în condițiile actuale.

Noutatea științifică constă în elaborarea elementelor de noutate, care se concretizează în:

- concretizarea conceptului de valoare intrinsecă (de bază, fundamentală) a întreprinderii;
- determinarea interdependenței și diferențierea dintre valoarea intrinsecă și valoarea de piață (justă) a întreprinderii;
- elaborarea și adaptarea algoritmului specific de determinare a factorilor de influență asupra valorii în întreprinderile vinicole și evidențierea lanțului factorilor ce influențează asupra valorii întreprinderii;
- propunerea unui algoritm de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii;
- recomandarea unui model de gestiune a valorii întreprinderii prin intermediul dinamicii de referință a indicatorilor activității economico-financiare.

Valoarea teoretică și aplicativă a tezei rezultă din recomandările pe care le conține, implementarea căroră poate contribui la îmbunătățirea metodelor de gestiune a valorii în cadrul întreprinderii. Dintre acestea cele mai importante sunt:

- precizarea și sistematizarea principalelor bariere în utilizarea metodelor clasice de evaluare a întreprinderilor în Republica Moldova;
- elaborarea noilor modele și metode de estimare a valorii atât ca valoare a întregii întreprinderi, cât și a elementelor constitutive;
- propunerea utilizării valorii potențialului inovativ;
- adaptarea sistemului indicatorilor de piață și interni pentru gestiunea valorii întreprinderii.

Rezultatele științifice principale înaintate spre susținere constau în: detalierea diferitor tipuri de valoare a întreprinderii și evidențierea corelației dintre valoarea intrinsecă și valoarea de piață a întreprinderii; elaborarea algoritmului de determinare a factorilor de influență asupra valorii și mecanismului metodic al analizei alternativelor pentru crearea strategiei companiei conform principiilor de gestiune a valorii; elaborarea recomandărilor în vederea eficientizării procesului de gestionare a valorii întreprinderii.

Implementarea rezultatelor. Elaborările metodologice și recomandările practice, aferente gestiunii valorii întreprinderii, prin analiza metodelor existente de evaluare a activităților de antreprenariat, evidențierea problemelor specifice de gestiune a valorii întreprinderii în condiții de criză și elaborarea modelului de creștere a eficienței gestiunii întreprinderii în vederea aplicării la întreprinderile din țară, au fost acceptate spre implementare de către Ministerul Economiei al Republicii Moldova și "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA.

Aprobarea rezultatelor investigației. Principalele aspecte ale cercetării au fost prezentate în lucrări științifice din reviste naționale de diferite categorii, precum și în cadrul conferințelor științifice naționale și internaționale, fiind expuse în 11 lucrări științifice.

Materialele tezei au fost aprobate la ședința catedrei "Finanțe și Bănci" și ședința Seminarului Științific de profil la specialitatea 522.01 – *Finanțe* din cadrul Universității de Stat a Moldovei.

Structura tezei. Scopul și sarcinile cercetării au determinat structura logică a lucrării, care cuprinde introducere, 3 capitole, concluzii și recomandări, bibliografie, anexe, lista abrevierilor, cuvinte-cheie, adnotările în limbile română, engleză și rusă.

În *Introducere*, este argumentată actualitatea temei investigate, sunt identificate scopul și obiectivele cercetării, este precizat suportul teoretico-științific și metodologic al tezei, sunt prezentate noutatea științifică și valoarea practică a lucrării și precizată problema științifică importantă soluționată.

Primul capitol al tezei, *"Abordări fundamentale teoretice și metodologice privind conceptul de valoare și gestiune a valorii întreprinderii"*, este dedicat principalelor abordări teoretice privind conceptul de valoare a

întreprinderii, identificarea deosebirii dintre valoarea de piață (justă) și cea intrinsecă, justificarea importanței valorii intrinseci, bazelor teoretice de gestiune a valorii întreprinderii, principiilor de bază ale conceptului de gestiune a valorii întreprinderii.

Capitolul doi al tezei, *"Aspecte practice de gestiune a valorii întreprinderii și de determinare a valorii prin intermediul evaluării întreprinderii"*, este consacrat analizei utilizării metodelor de evaluare în gestiunea valorii întreprinderii, particularităților aplicării metodei veniturilor în practica evaluării întreprinderii, evaluării și obligațiunilor întreprinderii în baza metodei cheltuielilor întreprinderii și de piață (comparativă). De asemenea, a fost analizată situația financiară a unor întreprinderi din Republica Moldova, deoarece informațiile obținute constituie un element primordial în gestiunea valorii întreprinderilor din Republica Moldova.

În capitolul trei, *"Gestiunea valorii întreprinderii și metodologia de perfecționare a sistemului de gestiune bazat pe abordarea valorii"*, au fost analizate principalele probleme din domeniul evaluării întreprinderii, gestiunii valorii întreprinderii, iar în baza problemelor identificate, au fost propuse modalități de îmbunătățire a gestiunii valorii.

În compartimentul *Concluzii generale și recomandări*, sunt generalizate toate concluziile și recomandările rezultate din studiul efectuat privind perfecționarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii.

Cuvinte-cheie: gestiune, valoare, evaluare, valoarea întreprinderii, metoda veniturilor, metoda costurilor, metoda de piață (comparativă), estimarea valorii întreprinderii, valoarea justă (de piață), valoarea intrinsecă (fundamentală, de bază), valoarea actuală a banilor.

CONȚINUTUL TEZEI

Capitolul I "Abordări fundamentale teoretice și metodologice privind conceptul de valoare și gestiune a valorii întreprinderii" pune în evidență fundamentele teoretice și conceptuale privind valoarea întreprinderii, determină diferența dintre valoarea de piață și cea intrinsecă, fundamentează importanța valorii intrinseci, abordează fundamentele teoretice ale gestiunii valorii întreprinderii.

Una dintre sarcinile de bază, care stau în fața managerilor financiari este gestiunea financiară a întreprinderii în vederea creșterii valorii acesteia. În consecință, valoarea întreprinderii este recunoscută drept unul din indicatorii de bază ai situației sale, care trebuie permanent monitorizat. Totodată, în teoria și practica gestiunii valorii întreprinderii, există o multitudine de probleme pentru soluționarea cărora este necesară elaborarea propunerilor în baza analizei abordărilor teoretice ale conceptului valorii întreprinderii, a analizei experienței autohtone și străine în domeniul gestiunii valorii întreprinderii. Examinarea literaturii științifice a demonstrat că există mai multe tipuri de valoare. Conținutul principalelor tipuri ale valorii le putem urmări în Tabelul 1.

Tabelul 1.

Principalele tipuri de valoare a întreprinderii

Tipurile de valoare a întreprinderii	Conținutul
Valoarea de piață	Cel mai probabil preț, la care obiectul evaluării poate fi vândut cumpărătorului la o dată stabilită
Valoarea investițională	Valoarea proprietății pentru un investitor concret în cazul unor obiective concrete de investire
Valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală și obiectivă)	Valoarea intrinsecă a întreprinderii, calculată pe parcursul analizei fundamentale economico-financiare a activității întreprinderii
Valoarea impozabilă	Valoarea totală a proprietății evaluate de către autoritățile publice, sau ale activelor separate aplicată în calcularea impozitelor
Valoarea de bilanț	Mărimea activelor nete, determinată conform datelor bilanțului contabil
Valoarea inițială	Suma costurilor totale, necesare pentru a cumpăra sau a crea un obiect de evaluare în momentul inițierii activității
Valoarea afacerii	Valoarea totală a întreprinderii, care va continua să funcționeze, și în care distribuția acestei valori de afaceri pentru părțile sale componente se realizează în dependență de contribuția lor în activitatea comună, dar nu în funcție de valoarea de piață a acestor componente
Valoarea de restabilire	Suma costurilor totale necesare pentru crearea repetată a copiei exacte a bunurilor evaluate, calculate pe baza prețului de piață curent la momentul evaluării, folosind materiale și tehnici similare cu cele utilizate în construcția bunului evaluat, ținând cont de uzura obiectului de evaluare

Sursa: adaptat de autor în baza surselor [6; 43, p.48-52; 93]

Totodată, din varietatea de tipuri de valoare, în opinia noastră, deosebit de importante pentru gestiunea întreprinderii sunt valoarea de piață și cea intrinsecă. Valoarea intrinsecă este corelată cu valoarea de piață, deoarece, pe baza acesteia, se formează valoarea de piață a companiei. Legătura reciprocă dintre valoarea intrinsecă (de bază) și cea de piață este prezentată în Figura 1.

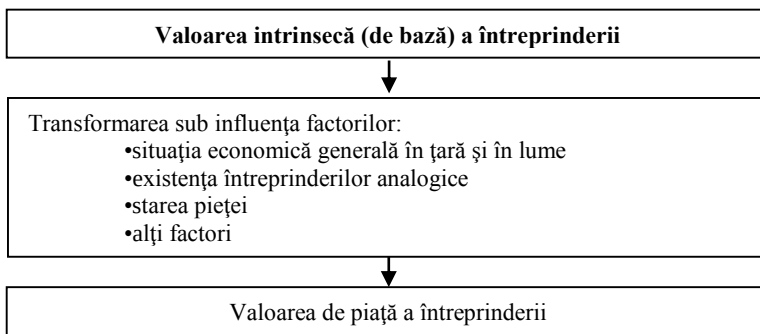


Figura 1. Corelația dintre valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală, obiectivă) și valoarea de piață a întreprinderii
Sursa: elaborat de autor

Cunoașterea valorii intrinseci este foarte importantă pentru unele tipuri de companii, în special pentru cele pentru care este dificilă, din anumite cauze, determinarea valorii de piață. În opinia noastră, un moment teoretic important în relevarea conceptului valorii întreprinderii îl constituie înțelegerea faptului că valoarea de piață a întreprinderii și valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală) a întreprinderii, se deosebesc prin determinarea lor după obiective, iar în al doilea rând – după factorii considerați în calcularea lor. Valoarea de piață nu este totdeauna necesară, dar și nici nu poate fi totdeauna calculată, în timp ce, pentru gestiunea întreprinderii, înainte de toate, sunt necesare cunoașterea și apelarea la valoarea intrinsecă.

La finele anilor '80-90 ai secolului al XX-lea, în cultura businessului american, s-a format conceptul de gestiune, numit, în literatura engleză, Value-Based Management (VBM). În limitele VBM, obiectivul financiar principal constă în creșterea valorii pentru proprietari (acționari). În consecință, toate eforturile companiei ar trebui să fie orientate spre acest obiectiv.

Utilizarea abordării de cost prezintă atât avantaje, cât și dezavantaje față de metodele alternative de gestiune a companiei. Acestea sunt rezumate în figura 2.

În pofida existenței neajunsurilor, în opinia noastră, aplicarea principiilor VBM în cadrul companiilor autohtone este justificată de următoarele argumente:

- determinarea indicatorilor-cheie ai eficienței permite identificarea surselor de reducere și majorare a valorii;
- selectarea indicatorilor-cheie ai eficienței, individuali pentru fiecare subdiviziune și companie, în întregime, permite crearea unui sistem flexibil de gestiune, într-o măsură mai mare, adecvat condițiilor unei companii concrete și integrarea armonioasă a acestuia în modelul general al gestiunii organizației;
- monitoringul permanent al stării factorilor interni și externi, desfășurat în cadrul gestiunii valorii companiei, permite managementului identificarea,

- în timp util, a punctelor sale forte și vulnerabile privite în raport cu concurenții și corectarea planului de acțiuni de majorare a valorii create;
- în limitele concepției investigate, este urmărită exact legătura dintre criteriile de evaluare a eficienței businessului și sistemului de motivare și control al personalului în condițiile unei determinări clare a priorităților și obiectivelor companiei, ale unei distribuiri clare a împuternicirilor și responsabilităților.

În vederea edificării unui sistem eficient de gestiune a valorii afacerii, este necesar de dispus de un instrument de măsurare a valorii întreprinderii. Evaluarea profesională în toată lumea, mai întâi de toate este instrument de gestiune a întreprinderii, care este o parte componentă a procesului de gestiune a businessului. Motivarea activității evaluatarilor profesioniști în țările cu economie de piață dezvoltată este lozinca: "Fără evaluare nu sunt investiții, fără investiții este imposibilă creșterea economică, fără creștere economică este imposibilă stabilitatea politică".

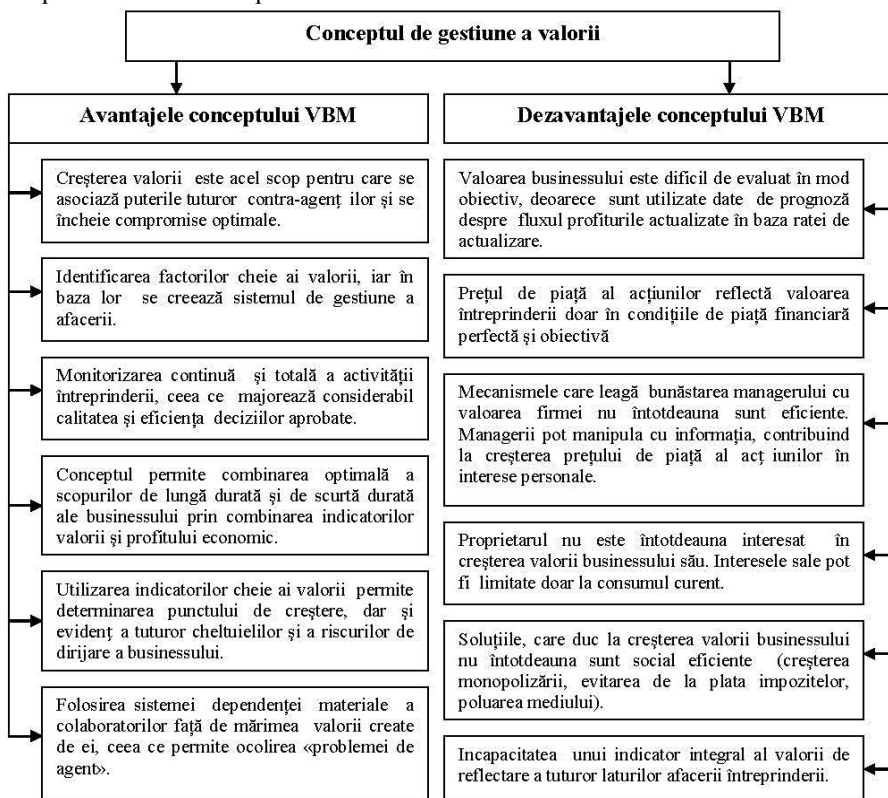


Figura 2. Avantaje și dezavantaje a aplicării conceptului de gestiune a valorii
Sursa: adaptată de autor în baza surselor [74; 116; 117].

În prezent este necesar de majorat arsenalul instrumentelor analitice cu ajutorul cărora ar fi posibil nu doar de estimat real valoarea businessului dar și de gestionat cu procesele de maximizare a valorii acestora. Insuficiența abordărilor tradiționale se determină prin acționarea mai multor factori: diminuarea ciclurilor de viață a produselor și serviciilor, creșterea concurenței, crize economice globale, complexitatea instrumentelor financiare utilizate de participanții de pe piață. Astfel apare problema elaborării aparatului metodologic de planificare, analiză și evaluare a eficienței deciziilor manageriale de pe pozițiile abordării valorii. Acest aparat metodologic trebuie să includă, în special, metodele determinării indicatorilor-cheie ai activității, care influențează valoarea businessului și determinarea sensibilității la parametrii mediului, precum și sistemul de monitorizare a procesului de majorare a valorii.

Capitolul II al cercetării doctorale "Aspecte practice de gestiune a valorii întreprinderii și determinarea valorii prin intermediul evaluării întreprinderii" tratează analiza aplicării metodelor de estimare în gestiunea valorii întreprinderii. La fel este efectuată analiza situației financiare a trei întreprinderi moldovnești, deoarece informația obținută în urma realizării acesteia este un element foarte important de gestiune a valorii întreprinderii în Republica Moldova.

În practica mondială se aplica câteva abordări de bază pentru estimarea valorii întreprinderii - prin venit, prin cheltuieli și de piață (comparativă). Iar în limitele fiecărei abordări mai sunt câteva metode care iau în considerație anumite particularități ale obiectului estimării și a sarcinilor evaluării. Dacă e să petrecem analiza comparativă a abordărilor față de estimarea valorii întreprinderii atunci putem depista neajunsurile și avantajele (tabelul 2).

Tabelul 2.

Analiza comparativă a abordărilor de estimare a valorii întreprinderilor

Abordarea	Avantaje	Dezavantaje
Prin cheltuieli	▪ Ține cont de influența factorilor de producție și gospodărire la modificarea valorii activelor. ▪ Oferă aprecierea nivelului de dezvoltare a tehnologiei ținând cont de gradul de uzură. ▪ Calculele se bazează pe rapoarte financiare și contabile, adică rezultatele evaluării sunt mai întemeiate.	▪ Este calculat doar pe baza datelor de retrospectivă. ▪ Nu ține cont de factorii de piață. ▪ Nu ia în considerare perspectivele de dezvoltare a întreprinderii. ▪ Nu ia în calcul riscurile viitoare. ▪ Este static. ▪ Lipsesc interdependențele dintre rezultatele actuale și viitoare ale activității întreprinderii.

Prin venit	▪ Ia în considerare schimbările viitoare ale veniturilor și cheltuielilor. ▪ Ia în considerare nivelul de risc prin rata de actualizare. ▪ Ține cont de interesele investitorului.	▪ Complexitatea prognozărilor rezultatelor viitoare și a costurilor. ▪ Posibilitatea utilizării mai multor rate de rentabilitate, fapt ce complică procesul decizional. ▪ Nu ia în considerare conjunctura pieței. ▪ Complexitatea calculării.
De piață (comparativă)	▪ Se bazează pe date reale de piață. ▪ Reflectă practica existentă de cumpărare și vânzare. ▪ Ia în considerare impactul factorilor sectoriali (regionali) asupra prețului acțiunilor întreprinderii.	▪ Caracterizează insuficient de clar particularitățile de pregătire tehnică, organizatorică și financiară a întreprinderii. ▪ Se bazează doar pe informația retrospectivă. ▪ Sunt necesare multiple ajustări în informațiile analizate. ▪ Nu ia în calcul așteptările viitoare ale investitorilor.

Sursa: Adaptat de autor în baza sursei [22].

În table putem urmări avantajele și neajunsurile a fiecărei dintre abordările tradiționale față de estimarea valorii întreprinderii. Dacă o să facem analiza comparativă a abordărilor tradiționale față de aprecierea valorii întreprinderii, atunci putem observa, că fiecare dintre ele are multe laturi pozitive și negative. Drept urmare, nici una din ele nu poate fi utilizată drept abordare de bază. Din acest considerent pentru determinarea mărimii totale a valorii de piață a întreprinderii se analizează avantajele și dezavantajele abordărilor aplicate și calitatea informației obținute cu conferirea fiecărei abordări a unui coeficient agregat.

În condițiile actuale, metoda abordării prin cheltuieli pentru evaluarea întreprinderilor este foarte actuală. Acest lucru se datorează, în primul rând, informațiilor disponibile pentru calcule (deoarece principala sursă de informații a metodei de abordare prin cheltuieli este bilanțul întreprinderii). Principalul neajuns al metodei abordării prin cheltuieli constă în faptul că aceasta nu ia în considerare oportunitățile viitoare ale întreprinderii în obținerea venitului net. În plus, calculul costurilor, pe baza metodei abordării prin cheltuieli, nu permite identificarea surselor de creare a valorii și, prin urmare, exclude gestiunea lor.

La utilizarea metodei abordării de piață (comparativă), este actuală problema transparenței scăzute a informației. Metoda abordării de piață (comparativă) privind evaluarea unei afaceri presupune o analiză a pieței, în vederea identificării regularităților dintre valorile companiilor asemănătoare și caracteristicile lor principale. Se presupune că valoarea activelor este determinată de prețul cu care ele pot fi vândute în cazul existenței unei piețe financiare

suficient de dezvoltate, adică, mărimea cea mai probabilă a valorii întreprinderii estimate poate fi un preț de vânzare real al companiilor similare, stabilite de piață.

Nu există coeficienți perfecți, care pot fi utilizați în toate cazurile de estimare a valorii. Alegerea lor depinde de mulți factori, printre care: tipul întreprinderii evaluate, scopul evaluării, poziția beneficiarului de informații despre estimare. Când are loc evaluarea utilizând multiplicatorii, principala problemă constă în selecția companiilor cu o structură de capital și sferă de activitate similare, care este greu de realizat în prezent în țara noastră. Dar, chiar dacă analogiile vor fi selectate, va fi foarte complicat de a ține cont de corelarea reciprocă a datelor originale la determinarea multiplicatorilor.

În același timp, analiza situației economice din Republica Moldova arată existența unor dificultăți în gestiunea valorii întreprinderii. În primul rând, este vorba de estimarea valorii întreprinderii prin metodele clasice. Dificultatea constă în faptul că unele metode nu pot fi aplicate din cauza lipsei sau a neconcordanței informațiilor, necesare pentru efectuarea aprecierii.

Aplicarea directă a metodelor clasice în Republica Moldova este dificilă din următoarele motive:

1. subdezvoltarea pieței valorilor mobiliare din republică. În prezent, sunt cotate acțiunile doar a unui număr mic de întreprinderi;

2. inacceptabilitatea informațiilor. Utilizarea metodei abordării de piață pentru majoritatea întreprinderilor este complicată, deoarece nu există o bază adecvată pentru compararea acestora cu cele similare;

3. necesitatea introducerii unui număr mare de ajustări, ce țin de lipsa de transparență a evidenței contabile;

4. incertitudinea cu privire la planificarea pe termen lung în condițiile actuale duce la dificultăți în aplicarea metodei abordării prin venituri privind evaluarea. În special, sunt folosite datele de retrospectivă pentru perioadele anterioare;

5. evaluarea contabilă a activelor s-a redus, în mod semnificativ, în comparație cu evaluarea de piață. Este nevoie de reevaluarea de piață a tuturor activelor.

Pentru această cercetare, au fost selectate trei companii, a căror activitate principală constă în producerea producției vinicole: "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA., „Tomai-Vinex” S.A. Activitatea lor principală constă în producerea și comercializarea băuturilor alcoolice, atât în Republica Moldova, cât și peste hotarele ei. Acest domeniu de activitate, din anul 2006, s-a aflat într-o situație foarte dificilă din cauza unor circumstanțe externe. De aceea, estimarea valorii întreprinderilor din acest domeniu, în prezent, este dificilă. Aplicarea metodelor abordării prin venit este complicat de realizat din cauza complexității activităților de previziune, deoarece nu există stabilitate în vânzări în mai multe țări. În ceea ce privește metoda de piață,

circumstanțele externe (embargoul și altele) au influențat puternic dorința investitorilor de a investi în acest sector. De aceea, în opinia noastră, în prezent, piața subestimează aceste întreprinderi din cauza incertitudinii și a atractivității scăzute a businessului respectiv. Prin urmare, concentrarea pe câțiva indicatori de piață, care există la întreprinderile din acest domeniu de activitate, nu este justificată.

Din aceste considerente, la momentul actual, cea mai fundamentată abordare față de evaluarea acestor întreprinderi va fi prin cheltuieli, iar în limitele acestora – metoda de calcul a valorii activelor nete.

În continuare, vom calcula valoarea a trei companii conform metodei valorii activelor nete (Tabelul 3.).

Tabelul 3.

Valoarea întreprinderilor "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA, "Vinia Traian" SA și "Tomai-Vinex" SA conform metodei activelor nete în perioada 2006-2013, lei

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
"Vinia Traian" SA	73 435 891	68 003 189	73 774 255	77 186 690	92 767 988	95 784 127	99 768 381	103 289 363
"Combinatul de vinuri din Taraclia" SA	40 097 943	41 244 790	38 494 018	36 679 328	34 989 481	35 404 935	35 445 420	35 367 353
"Tomai – Vinex" SA	10 400 107	11 454 865	16 459 926	53 525 645	54 801 056	60 840 924	61 874 942	63 997 897

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului contabil.

În general, putem spune că dinamica valorii, calculată în acest mod, este insuficient de informativă atât pentru potențialii investitori, cât și pentru manageri. În opinia noastră, valoarea calculată în acest mod poate servi doar bază la calcularea valorii de piață (dacă întreprinderea este înaintată pentru vânzare), dar în scopul gestiunii valorii, un asemenea calcul este incomplet. Analiza indicatorilor absoluți ai acestor întreprinderi este mult mai necesară pentru gestiunea întreprinderilor în vederea identificării problemelor și de a găsi modalități de a le soluționa. Pentru investitori va fi mult mai impresionantă o analiză comparativă a indicatorilor relativi.

În capitolul III "Gestiunea valorii întreprinderii și metodologia de perfecționare a sistemului de gestiune bazat pe abordarea valorii" sunt abordate principalele probleme în domeniul evaluării întreprinderii, gestiunii valorii întreprinderii și în baza problemelor depistate sunt propuse căi de perfecționare a gestiunii valorii.

O parte importantă a teoriei și practicii de gestiune a valorii întreprinderii este formarea algoritmului de determinare a valorii prin identificarea factorilor cheie ai valorii, în special a parametrilor de activitate, care determină, de fapt, valoarea afacerii, este cea mai importantă etapă în realizarea conceptului de gestiune a valorii. În primul rând, determinarea corectă a acestora ajută managerii să înțeleagă datorită căror factori apare valoarea. În al doilea rând,

delimitarea factorilor pe nivele permite identificarea priorităților. În al treilea rând, acești factori ce determină valoarea ajută managerii și personalul întreprinderilor să se asocieze pe baza priorităților cheie ale întreprinderii.

În mod tradițional, factorii de influență asupra valorii sunt determinați de divizarea indicatorilor utilizați în calculul valorii întreprinderii pe componente. Un proces similar poate fi demonstrat în forma unui arbore cu nivele diferite de detaliere.

În figură pot fi încorporați nu doar indicatori cantitativi, ci și calitativi. O condiție necesară în acest caz este posibilitatea evaluării cantitative a impactului asupra unui indicator sau a unui grup de indicatori calitativi. Pe lângă delimitarea treptată a indicatorilor fluxurilor de mijloace bănești în factori ce determină valoarea, am elaborat o altă metodă pentru determinare a acestora. Algoritmul propus se bazează pe interdependența dintre diferiți indicatori de activitate, apăruiți în rezultatul aprobării anumitor decizii strategice.

Algoritmul de determinare a factorilor de influență asupra valorii, elaborat de către noi, este format din următoarele etape:

1. identificarea factorilor de influență asupra valorii primului nivel care țin de realizarea alternativelor strategice cercetate în interiorul întreprinderii. Determinarea caracterului de influență a factorului realizării alternativei strategice asupra factorilor de influență asupra valorii din primul nivel (pozitivă sau negativă);

2. determinarea raportului factorilor primului nivel cu indicatorii care reflectă eficiența activității și modificărilor în componența activelor și pasivelor întreprinderilor;

3. identificarea impactului financiar posibil de la schimbarea fiecăruia dintre factorii din nivelul doi asupra indicatorilor, ce țin de veniturile și cheltuielile de producție lucrări și servicii;

4. identificarea legăturilor schimbărilor depistate în indicatorii care reflectă consecințele financiare cu indicatorii fluxului liber de mijloace bănești;

5. determinarea parametrilor cantitativi, cu reflectarea gradului de influență a fiecărui factor asupra altora.

Conform unui studiu detaliat al metodelor de calculare a valorii întreprinderii, bazate pe actualizarea fluxului liber de mijloace bănești, precum și ținând cont de algoritmul elaborat de determinare a factorilor de influență asupra valorii, în lucrare a fost elaborat mecanismul metodic al analizei alternativelor strategice pentru crearea strategiei companiei conform principiilor de gestiune a valorii, care poate fi prezentat sub forma unei figuri (Figura 3.).

Această abordare metodologică oferă noi posibilități pentru luarea deciziilor de management, care permite, cu un anumit grad de precizie, estimarea creșterii valorii businessului în rezultatul deciziei, având în vedere situația economică instabilă.

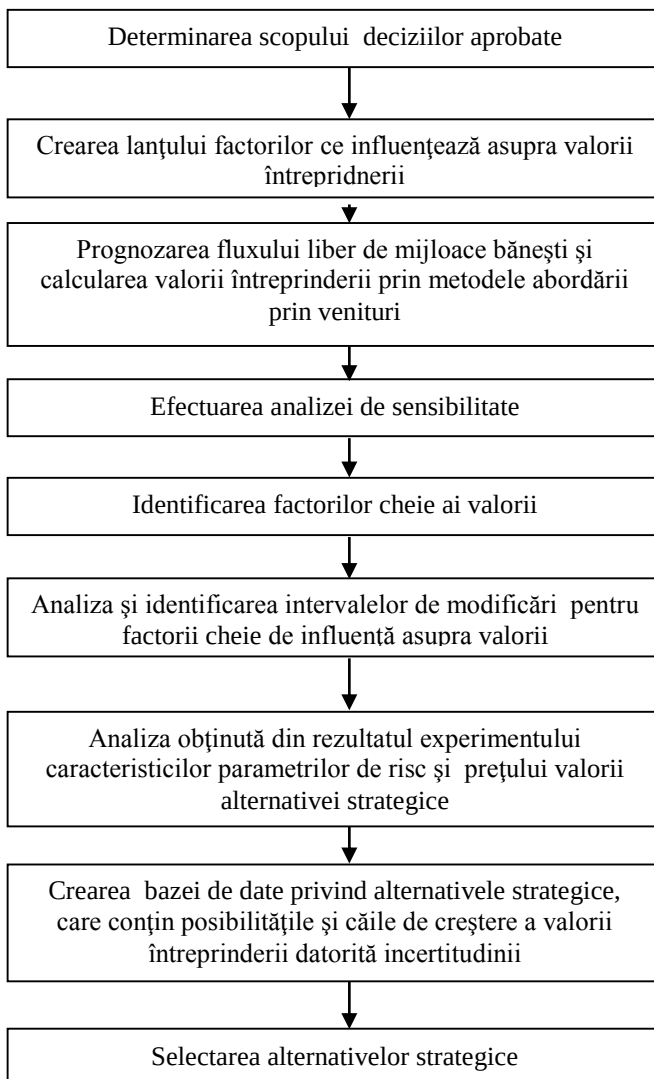


Figura 3. Schema analizei alternativelor strategice conform principiilor de gestiune a valorii în condiții de incertitudine
Sursa: elaborată de autor

Cea mai importantă sarcină a unui manager este identificarea factorilor, modificarea cărora au avut un impact mai semnificativ asupra valorii businessului /afacerii, precum și instituirea unui control riguros asupra importanței lor. Gradul acestei influențe poate fi evaluat prin intermediul

indicatorului elasticității. În plus, se propune să se evalueze expunerea factorilor cheie de influență asupra valorii. Termenul de gestiune reflectă posibilitatea managementului, să influențeze strict asupra mărimii indicatorului. În teză propunem următorul algoritmul de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii (Figura 4).

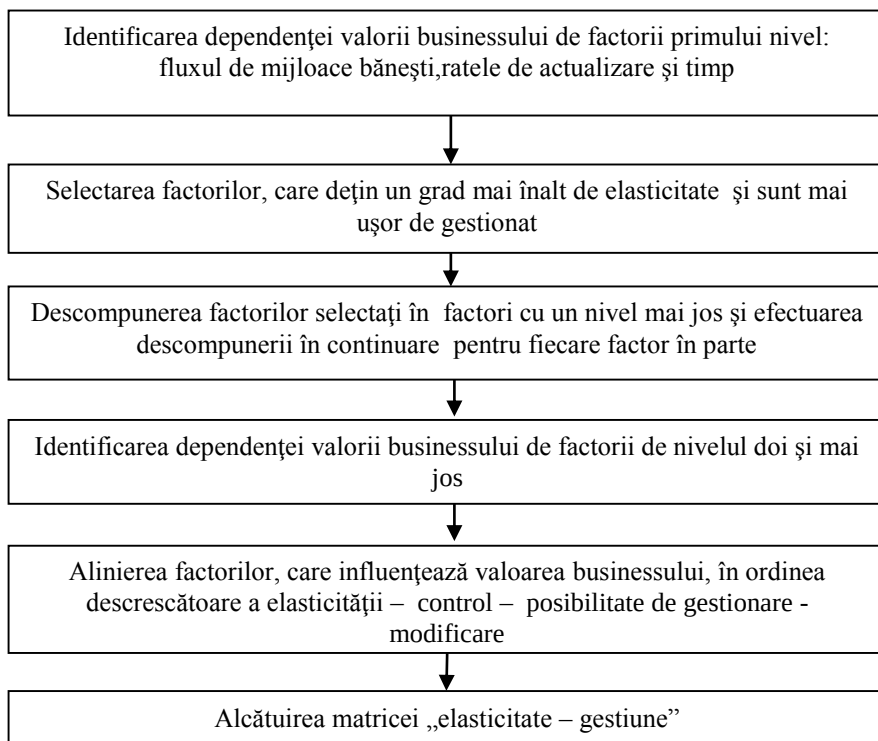


Figura 4. Algoritmul de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii

Sursa: elaborat de autor.

După formarea sistemului de gestiune a factorilor, care determină creșterea valorii, se propune algoritmul generalizat de gestiune a întreprinderii din punctul de vedere al abordării prin cheltuieli. Ea se bazează pe identificarea cauzelor interne de incoerență a valorii fundamentală și de piață, determinată de o anumită metodă și elaborarea acțiunilor de gestiune care vizează eliminarea lor (Figura 5).

În prezent un moment foarte important este influența crizei economice asupra situației economice a întreprinderilor. Strategia necesară anti-criză presupune nu doar analiza mediului cît și identificarea competențelor de bază și avantajele competitive a întreprinderii și, de asemenea, o descriere a modelului

său de afaceri, ci mai degrabă crearea de modele analitice complexe de funcționare, în contextul schimbărilor dinamice din mediul extern și intern, care vizează identificarea și dezvoltarea potențialului și a barierelor de creștere bazată pe gestiunea valorii.

Măsurile cele mai concrete în gestiunea anti-crizelor pot fi clasificate ca restructurarea patrimoniului și a surselor sale (active și pasive), activități financiare și de afaceri, în general. Este rezonabil să se considere restructurarea corporativă ca un proces de transformare a structurii întreprinderii, care asigură menținerea echilibrului dinamic al mediului intern și extern și care vizează creșterea valorii pe termen lung.

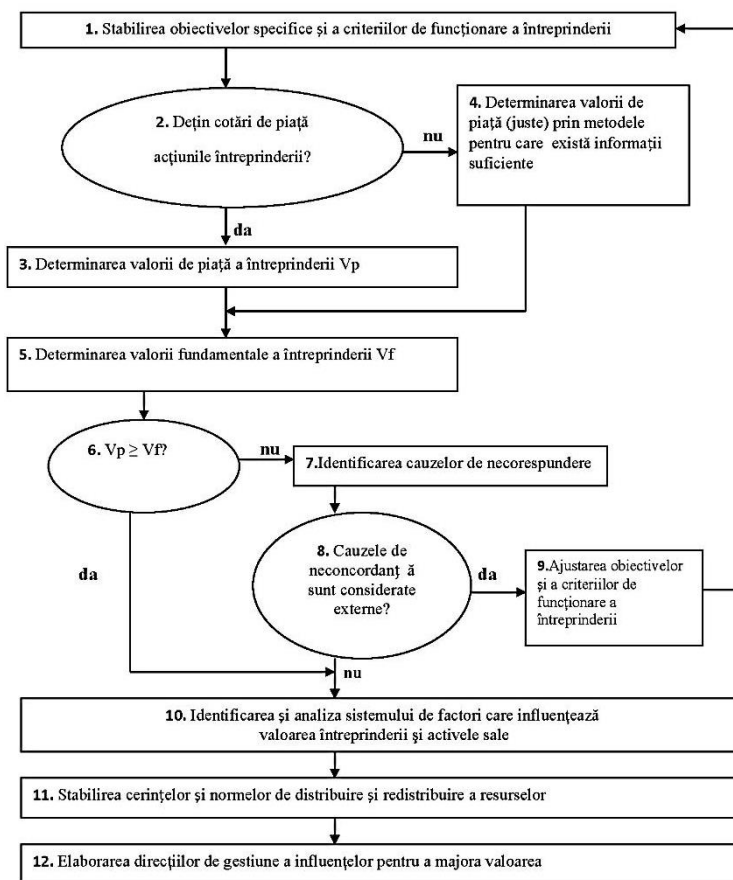


Figura 5. Algoritmul de gestiune a societăților pe acțiuni din punct de vedere al metodei valorii

Sursa: Elaborat de autor

La întreprinderile noastre măsurile anti-criză, în majoritatea sa sunt reduse, în principal, la instrumentele de restructurare operațională, care vizează, în primul rând, reducerea la minimum a costurilor și soluționarea problemelor actuale operaționale și financiare și nu implică crearea unui sistem integrat de gestiune al proceselor de transformare. În același timp, experiența țărilor dezvoltate arată că unul din mecanismele cele mai eficiente pentru creșterea valorii întreprinderii este de a restructura afacerea. O simplă știre despre planurile de restructurare ar putea duce la creșterea cotei acțiunilor întreprinderii.

Necesitatea de a dezvolta programe eficiente integrate de restructurare strategică a întreprinderilor noastre este, de asemenea, cauzată de creșterea concurenței globale. O importanță deosebită o au acele probleme, cum ar fi: optimizarea portofoliului de afaceri, atragerea resurselor financiare, atractivitatea investițională, ieșirea la timp (în unele cazuri) din afacere și, prin urmare, creșterea valorii sale și asigurarea lichidității ridicate. Schematic, procesul de integrare a rezultatelor de restructurare în elaborarea strategiei de creștere a valorii afacerii poate fi prezentat în felul următor (Figura 6).

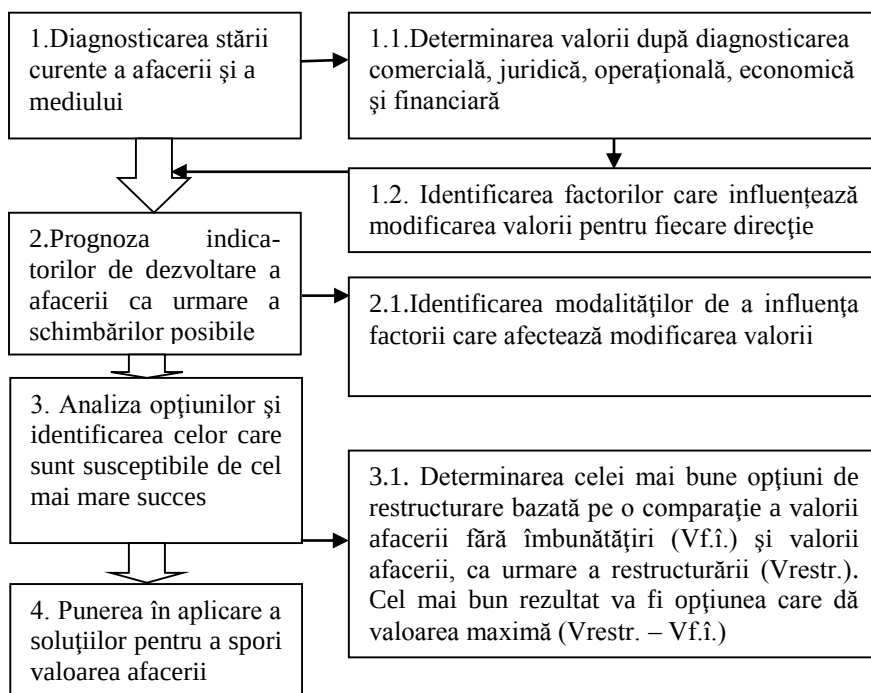


Figura 6. Modelul de proces de gestiune a întreprinderii pe baza estimării valorii
Sursa: Elaborat de autor

Pentru întreprinderile, cărora le este greu să se orienteze la valoarea de piață din anumite motive, propunem o altă metodologie de gestiune a valorii întreprinderii.

Pentru a maximiza valoarea de piață managementul poate lua măsuri de creștere a valorii afacerii pe termen scurt, în detrimentul dezvoltării pe termen lung. Prin urmare, trebuie să se concentreze pe creșterea pe termen lung a valorii de piață, mai degrabă decât pe maximizarea acesteia, în termen scurt.

Creșterea valorii de piață nu poate fi permanentă din cauza ciclicității economice. Scăderea valorii de piață este însoțită de diminuarea altor indicatori ai activității întreprinderii. Cu toate acestea, după un timp vine următoarea etapă a ciclului de viață și vor apărea premise pentru creșterea pe termen lung.

La baza gestiunii valorii de piață stă gestiunea indicatorilor-cheie, care reprezintă interesele proprietarilor întreprinderii. Pentru orice decizie, inclusiv de natura investiției, piața se bazează pe informațiile disponibile. Informații obiective formalizate potrivite pentru prelucrare, pot fi obținute doar pe baza indicatorilor de activitate economico-financiară. Acesta este motivul pentru accentul pus pe realizarea indicatorilor acceptabili de piață.

Întreprinderile elaborează sisteme de indicatori-cheie, care, în opinia lor, o caracterizează ca dezvoltare de succes. Astfel, dau un semnal pentru investitori cu privire la creșterea probabilă a afacerii. Investitorii, la rândul său, trebuie să evalueze veridicitatea informațiilor privind realizările întreprinderii și caracterul adecvat al performanței după care să decidă dacă este convenabil să investească în această întreprindere, influențând astfel valoarea de piață a afacerii. Dar aici există unele puncte de dispută:

- variația raportărilor și rezultatelor financiare admise de legislație permite întreprinderii de a se poziționa într-o lumină favorabilă pentru a prezenta activitatea pentru comunitatea investițională;
- protecția tainelor comerciale nu permite divulgarea pe deplin a informației despre activitățile întreprinderii, deși legislația impune managerilor întreprinderilor de a face acest lucru. Într-adevăr, întreprinderea-concurent sau raiderii, cumpărând un număr mic de acțiuni, ar putea avea acces la informații financiare și de altă natură, pentru a le folosi în scopuri personale. Astfel de acțiuni reprezintă o amenințare majoră existenței întreprinderii, de aceea în limitele păstrării tainelor comerciale, cu scopul de a respecta interesele proprietarilor în acces public există o cantitate limitată de informații. Acest lucru conduce la faptul că investitorii, evaluând activitatea întreprinderii, folosesc numai informațiile disponibile, care se află în acces public, de exemplu, situațiile financiare oficiale;
- analiza indicatorilor eterogeni prin aplicarea metodelor tradiționale oferă o imagine contradictorie a rezultatelor întreprinderii. Rezultate satisfăcătoare, chiar și în toți parametrii pot să nu fie la fel, dacă avem în

vedere dinamica reciprocă. Prin urmare, proprietățile importante în gestionarea unor indicatori-cheie sunt ierarhia și comparabilitatea lor în dinamică.

Indicatorii performanței întreprinderii, care caracterizează interesele acționarilor și managerilor, se schimbă în timp, pot fi mai bune sau mai rele decât așteptările lor, pot satisface sau nu diferite grupuri de interese. Mai mult decât atât, interesele comune ale proprietarilor și managementului întreprinderii se poate schimba în timp. De aceea, la gestiunea valorii afacerii este necesară, pe de o parte, gestionarea conform indicatorilor cheie care oferă o imagine dinamică, pe de altă parte - măsurarea gradului de deviere a mărimilor reale a indicatorilor activității de la acest criteriu.

În scopul de a gestiona valoarea după indicatori, e necesar de a-i organiza într-un fel, luând în considerație prioritatea, ceea ce i-ar satisface pe majoritatea participanților la gestiunea corporativă. Eterogenitatea și diversitatea indicatorilor complică problema în cadrul abordărilor existente. Pentru a rezolva aceste probleme vom atribui gestionării cu indicatorii-cheie proprietățile comparabilității dinamice, ceea ce înseamnă că indicatorii eterogeni, la prima vedere, pot fi comparați și corelați atunci, când se analizează schimbările lor în dinamică.

Datorită punerii în aplicare a principiilor de comparabilitate în dinamică pot fi comparate rezultatele activității economice a indicatorului analizat:

1. cu normele și standardele general acceptate în vederea evaluării eficienței gestionării corporative;
2. cu date similare din anii anteriori pentru a examina tendințele de ameliorare sau înrăutățire a situației economice a întreprinderii;
3. cu datele altor companii, care îi permite să identifice oportunități;
4. cu diferiți indicatori neomogeni ai întreprinderii analizate în același interval de timp.

Astfel, se poate argumenta că dezvoltarea întreprinderii este în mod adecvat descrisă de un model dinamic, în care diferite caracteristici speciale ar trebui să fie în interdependență.

Regula de referință se bazează pe proprietățile de subordonare dinamică și comparabilitatea dinamică a indicatorilor. Acest lucru va permite să se evalueze activitatea întreprinderii, ca urmare a unei combinații de factori și de a obține o interpretare unică a rezultatelor. Dinamica de referință corespunde cu creșterea valorii acțiunilor și a valorii afacerii. Acest raport ar trebui să fie respectat pentru orice întreprindere, indiferent de rotația pe piața de valori. Acest lucru este deosebit de important pentru economia Moldovei, în cazul în care doar o mică parte din întreprinderi sunt cotate la bursa de valori sau acțiunile lor sunt instrumente financiare cu lichiditate joasă, după care este dificil de aflat valoarea lor obiectivă de piață.

Dinamica de referință este o reflectare a intereselor existente la întreprindere și, prin urmare, este o caracteristică a măsurii în care aceasta este capabilă de a

crea valoare pentru acționarii săi. În cazul nerespectării acestei dinamici, managementul întreprinderii ar trebui să facă un efort pentru a corecta această situație și a se apropia de interesele existente.

În opinia noastră, crearea unei dinamici de referință este un factor suplimentar de analiză a situației întreprinderii față de datele obținute din analiza situației financiare. În plus, simplitatea de utilizare a dinamicii de referință, chiar și pentru persoanele din afara întreprinderii, care au foarte puține informații despre ea, este un avantaj major al acestei tehnici.

Concluzii și recomandări

Gestiunea întreprinderii, fundamentată pe abordarea bazată pe valoare, este, într-un anumit sens, o procedură duală: pe de o parte, rezultatele estimării valorii sunt necesare pentru analiza rezultatelor economice obținute în activitatea întreprinderii, iar pe de altă parte, acțiunile manageriale, corectate în urma rezultatelor evaluării, influențează valoarea întreprinderii. Și acest proces este infinit în limita ciclului de viață a întreprinderii. Cadrul metodologic al acestei abordări este în continuă dezvoltare și multiplicare, drept confirmare a acestui fapt pot servi, în opinia autorului, anumite compartimente ale tezei, în cadrul cărora s-au formulat următoarele concluzii și recomandări.

Concluzii

1. Savanții notorii recunosc atingerea nivelului înalt al valorii întreprinderii, care este obiectivul principal al acesteia. Dar, ei totuși, interpretează în mod diferit conceptul de «valoare a întreprinderii», în funcție de scopul cercetărilor elaborate. În abordarea valorii, este fundamental conceptul valorii intrinseci (de bază, fundamentală) a întreprinderii. Valoarea de piață și valoarea investițională pot și trebuie să se bazeze pe valoarea intrinsecă a întreprinderii, deși sunt influențate de o serie de factori, care pot modifica mărimea lor față de valoarea de bază. În acest sens, înainte de efectuarea estimării valorii întreprinderii, trebuie să fie definit clar scopul evaluării. Dacă estimarea este efectuată în vederea determinării valorii intrinsece pentru a îmbunătăți gestiunea întreprinderii, atunci se iau în considerare unii factori, iar dacă este determinată valoarea acesteia pentru a fi vândută, va trebui să se ia în considerare și factorii de piață ai estimării valorii.

2. În opinia noastră, un moment teoretic important în dezvoltarea conceptului valorii întreprinderii constă în înțelegerea faptului că este necesară delimitarea clară a două concepte: valoarea de piață (justă) a întreprinderii și valoarea intrinsecă a întreprinderii, care, în primul rând, se deosebesc prin anumite obiective implicate, iar în al doilea rând, prin factorii luați în considerare la calcularea acestora. Valoarea de piață (justă) nu este necesară mereu, dar și nici nu poate fi totdeauna ușor calculată. Pe când pentru o întreprindere care funcționează, înainte de toate, este necesară cunoașterea și apelarea la valoarea intrinsecă, care, într-un mod mai general, caracterizează eficiența gestiunii

întreprinderii. În opinia noastră, valoarea intrinsecă este valoarea ascunsă și proprie întreprinderii, calculată pe parcursul analizei economico-financiare fundamentale a activității întreprinderii.

3. Aplicarea principiilor gestiunii valorii, în întreprinderile din Republica Moldova, este justificată, în opinia noastră, din următoarele motive. În primul rând, practica autohtonă și cea internațională au demonstrat că managementul, direcționat spre creșterea valorii, este una dintre cele mai avansate sisteme de gestiune a eficienței afacerii. În al doilea rând, determinarea unor indicatori-cheie ai eficienței permite identificarea surselor de reducere și creștere a valorii adăugate, deoarece rezultatului fiecărui proces de afaceri îi corespunde un anumit set de indicatori cantitativi, luați în considerare la calcularea valorii totale a întreprinderii. În al treilea rând, selectarea indicatorilor-cheie ai eficienței, individuali pentru fiecare departament și întreprindere, în întregime, permite crearea unui sistem flexibil de gestiune, care, într-o măsură mai mare, corespunde condițiilor unei întreprinderi concrete și integrarea perfectă a acesteia într-un model comun de gestiune a organizației. În al patrulea rând, monitorizarea continuă a stării factorilor interni și externi, efectuată în cadrul gestionării valorii întreprinderii, permite managementului să identifice punctele forte și slabe în comparație cu concurenții și respectiv să facă ajustări în planul de măsuri privind creșterea valorii create.

4. Estimarea valorii este un instrument important al gestiunii financiare a afacerii în cadrul conceptului de gestiune a întreprinderii, bazat pe valoarea de piață a companiei. Criteriul primordial al succesului gestiunii activității, la diferite niveluri, este considerată creșterea valorii de piață a întreprinderii. Există trei abordări principale față de estimarea valorii întreprinderilor – prin venit, prin cheltuieli și de piață (comparativă). Fiecare dintre acestea, totuși, nu este perfectă, prezentând anumite avantaje și dezavantaje.

5. Potrivit unor factori, cum ar fi dezvoltarea slabă a pieței de capital, gradul înalt de incertitudine a dezvoltării economice a țării, și, în consecință, complexitatea previziunii indicatorilor economici, precum și neconcordanța sau lipsa de date pentru estimarea valorii întreprinderii prin intermediul metodelor clasice, aceste metode sunt dificil de aplicat în condițiile Republicii Moldova. De aceea, investitorii și managerii, pentru a lua decizii de investire și de management, se orientează, în special, spre rezultatele analizei situației financiare a întreprinderilor din Moldova.

6. Cele mai multe calcule ale valorii întreprinderii și a coeficienților, utilizați în țările dezvoltate în cadrul conceptului de gestiune a valorii întreprinderii, presupune prezența rapoartelor manageriale conform standardelor internaționale. În consecință, o tranziție rapidă la rapoarte financiare internaționale va contribui la promovarea conceptului dat.

7. Deoarece valoarea unei întreprinderi depinde de profitul viitor, este deosebit de importantă prognoza acestuia. În calcule, se evidențiază două

etape de dezvoltare în perspectivă a întreprinderii: de prognoză și post-prognoză. Pentru perioada de prognoză, este acceptat să se atribuie perioada în care este posibilă calcularea rezultatelor activității întreprinderii cu un grad înalt de precizie. În perioada de post-prognoză, sunt posibile calcule cu aproximație. Fluxul final creează așa-numita valoare terminală. În cazul abordării standard, valoarea terminală depinde de trei parametri financiari: fluxul ultimei perioade de prognoză, ratele de actualizare și prognoza ritmului de creștere a întreprinderii pe termen lung. Ritmul de creștere pe termen lung, de obicei, este selectat pe intervale. În acest caz, variațiile valorii acestui parametru de la limitele inferioare ale intervalului, până la cele mai ridicate, vor condiționa modificări repetate în valoarea terminală. Având în vedere ponderea menționată anterior a valorii terminale, aceste fluctuații pot denatura aproximativ jumătate din valoarea totală a întreprinderii. Asemenea sensibilitate a modelului, de care depind afaceri de milioane, vis-a-vis de un singur factor, impune cerințe mari față de elaborarea unei metode de prognoză a valorii sale. În practică, în calitate de ritmuri ale creșterii stabile a întreprinderii, se folosesc ritmuri de creștere a economiei pe termen lung sau ritmurile inflației. Totodată, această abordare conține neajunsuri semnificative. În special, astfel de mărime a ritmului de creștere egalează șansele companiilor de dezvoltare peste mai mulți ani, ignorând diferențele în dinamica financiară și operațională din trecut, precum și obiectivele-țintă ale managementului.

Problema științifică importantă, cercetată în disertație, constă în identificarea celor mai optimale căi de gestionare a valorii întreprinderii și elaborarea noilor metodologii și metode de gestiune a valorii în condițiile actuale.

Recomandări

1. Concluziile anterioare denotă faptul că fiecare dintre metodele celor trei abordări tradiționale de estimare a valorii sunt imperfecte, fapt pentru care propunem utilizarea celor trei abordări (în acele cazuri, când acest lucru este posibil, prin disponibilitatea tuturor informațiilor necesare), și apoi – compararea rezultatelor. În acest caz, este important ca informația despre valorile intermediare ale proprietății întreprinderii, obținute prin diferite metode de evaluare, în mărimea finală a valorii totale, să se realizeze din perspectiva cumpărătorului și a vânzătorului, ținând cont de starea actuală a pieței, care reflectă poziția dominantă a unuia dintre aceste grupuri.

2. Având în vedere faptul că piața Republicii Moldova este mică și nu există atât de multe întreprinderi similare, multe dintre care nu au fost vândute nici măcar odată, prin urmare, pentru aplicarea metodei comparative, după părerea noastră, se pot utiliza informații despre întreprinderi similare din alte țări. Însă, la calculare, trebuie să fie luat în considerare un așa factor, precum riscul de țară, care este diferit pentru țările dezvoltate și în curs de dezvoltare.

3. În scopul apropierii rezultatului gestiunii valorii întreprinderii de determinarea valorii de piață, trebuie utilizat, în calitate de indicator integrat,

indicatorii, ce nu țin doar de informațiile interne, dar, de asemenea, și de informația de piață. Anticipat, poate fi utilizată informația, care include multiplicatori utilizați în determinarea valorii bazată pe abordarea comparativă. Multiplicatorii permit compararea valorii diferitor întreprinderi atât în interiorul ramurii, cât și al pieței, în general. O capacitate mai mare referitoare la informațiile de piață o au multiplicatorii relativi, care permit delimitarea întreprinderilor din punct de vedere a posibilității de formare a valorii, în comparație cu tendințele medii de piață. Multiplicatorul relativ al cifrei de afaceri, ca indicator integral al strategiei de formare a valorii întreprinderii, corespunde, într-o măsură mai mare, scopului de creștere a valorii de piață a întreprinderii. Contribuția la valoarea strategiei operaționale, strategiei de finanțare, precum și strategiile de dezvoltare a întreprinderilor, dar și oportunitățile potențiale pentru creșterea valorii pot fi evaluate reciproc în funcție de indicatorii speciali. În acest caz, toți indicatorii propuși sunt calculați pe baza indicatorilor tradiționali pentru întreprinderi. Sistemul de indicatori permite, la elaborarea strategiei de formare a valorii, să se bazeze pe dependențele formalizate, care țin cont nu numai de poziția curentă a întreprinderii, dar și de tendințele pieței ramurale. Astfel, sistemul propus de indicatori de piață și interni pentru formarea valorii întreprinderii permit majorarea eficienței gestiunii valorii de piață a întreprinderii.

4. În teză, a fost elaborată abordarea privind selectarea între investirea în active și păstrarea rezervei de mijloace bănești. Esența abordării constă în aducerea la un numitor comun a avantajelor și dezavantajelor activelor cu un grad sporit și redus de lichiditate. Drept exemplu de avantaj al activelor cu grad redus de lichiditate servește capacitatea lor de a genera profit, iar ca dezavantaj - costuri ridicate, condiționate de lipsa de lichiditate a acestora. Dimpotrivă, ca avantaje ale activelor cu un grad sporit de lichiditate se pot menționa costuri reduse de lichiditate (care permit utilizarea posibilității de trecere la cele mai bune alternative de investiții), iar ca dezavantaje - incapacitatea de a genera profituri. Modelul de determinare a valorii lichidității, adaptat de autor, permite să se țină cont de astfel de costuri ale lichidității, ca: diferența de preț de cumpărare și vânzare a bunurilor, probabilitatea apariției unei alternative investiționale mai bune pentru o anumită perioadă de timp, probabilitatea unei vânzări rapide a activului la prețurile curente ale pieței, perioada de vânzare a unui activ, dar și rentabilitatea activelor întreprinderii și rata de profitabilitate a potențialelor alternative investiționale. Calculele noastre au arătat că, în ciuda faptului că activele cu un grad redus de lichiditate generează profituri, spre deosebire de mijloace bănești, care nu sunt investite în active, totuși, valoarea mijloacelor bănești este mai mare decât valoarea activelor cu un grad redus de lichiditate.

5. Realizarea eficientă a strategiei de gestiune, axată pe maximizarea valorii, este imposibilă fără formarea sistemului, în cadrul căruia toate activitățile

întreprinderii trebuie să fie pătrunse de ideologia valorii. În teză, sunt elaborate recomandări metodice privind organizarea sistemului de monitorizare și gestiune a indicatorilor valorii. S-a demonstrat că sistemul dat cuprinde patru procese principale de gestiune: elaborarea strategiei, identificarea normativelor de bază, planificarea și elaborarea bugetelor, organizarea sistemelor de evaluare și stimulare a rezultatelor activității. Sistemul de monitorizare și gestiune a valorii întreprinderii, aplicat în practică, va permite, în timp util și justificat, obținerea influenței de gestiune la toate nivelele, evaluând contribuția fiecărui departament sau angajat în creșterea valorii și competitivității întreprinderii. Totodată, trebuie remarcat faptul că sistemul propus asigură integrarea gestionării valorii cu sistemul de bugetare, analiza financiară, evidența contabilă și de gestiune.

Potrivit evaluărilor, contribuția sistemului de gestiune în crearea valorii afacerii pentru diferite ramuri poate constitui de la 20 până la 50%. Astfel, utilizarea rezervelor ascunse pentru a majora eficiența unui astfel de activ nematerial, cum ar fi sistemul de gestiune, contribuie, în mod semnificativ, la creșterea valorii afacerii.

6. Necesitatea cercetării procesului de formare a valorii strategice în baza dezvoltării inovaționale este condiționată de lipsa de cercetări științifice cu caracter teoretic și aplicativ la acest subiect. Cercetările științifice existente, în principiu, vizează creșterea valorii în urma realizării unui proiect de investiții. Cu toate acestea, proiectul expune o finalitate, criteriile principale ale eficienței proiectelor de investiții fiind profitabilitatea și perioada de răscumpărare.

Proiectele realizate la primele etape ale strategiilor de dezvoltare a unei astfel de întreprinderi, pot deține un profit net actualizat negativ, dar fără realizarea lor nu pot fi efectuate următoarele proiecte mai eficiente. Acestui fapt i se datorează cercetările conceptului de valoare strategică ca un concept economic independent. Termenul de «valoare strategică» a întreprinderii subliniază particularitățile de formare a valorii în cadrul procesului pe termen lung cu multiple etape de realizare a strategiei de dezvoltare inovațională, care ia în considerare situația actuală a întreprinderilor industriale. Astfel, conceptul de valoare strategică reprezintă estimarea analitică a valorii întreprinderii bazată pe evaluările de prognoză a profitabilității și gradului de risc în dependență de includerea în activitățile întreprinderii a etapei inovaționale a ciclului de viață al produsului. Introducerea conceptelor de valoare strategică a companiei și valoare a potențialului său de inovare permite evitarea subestimării companiilor moldovenești în condițiile de dezvoltare insuficientă a pieței de capital din Republica Moldova. Metodele de calcul al valorii strategice și al valorii potențialului inovațional pot deveni instrumentul de luare a deciziilor privind cercetarea-dezvoltarea de către întreprinderi.

7. În mod tradițional, factorii de influență asupra valorii sunt determinați prin divizarea indicatorilor, utilizați în calculul valorii întreprinderii, în componente separate. Un proces similar poate fi arătat sub forma unui arbore cu

diferite niveluri de detaliere. Este foarte important să se stabilească ierarhia indicatorilor care influențează valoarea întreprinderii și să se identifice cei mai importanți. În arbore, pot fi încorporați nu doar indicatori cantitativi, ci și calitativi. O condiție necesară, în acest caz, este posibilitatea determinării cantitative a impactului acestora asupra unui indicator sau a unui grup de indicatori cantitativi. Totodată, trebuie să se ia în considerare și faptul că nu întotdeauna schimbarea unui factor se răsfrânge doar asupra creșterii sau reducerii valorii. Unii factori pot crea și distruge simultan valoarea întreprinderii. De aceea, putem insista asupra existenței corelației și între indicatori.

8. Întreprinderilor cărora le este greu să se orienteze la valoarea de piață, din cauza unui șir de motive, se propune metodologia de gestiune a valorii afacerii, bazată pe corelarea indicatorilor principali ai situației economico-financiare a întreprinderii. În scopul gestionării valorii conform indicatorilor, se impune ordonarea acestora, plasându-i în ordine prioritară, care ar fi acceptată de majoritatea participanților la gestiunea corporativă. Eterogenitatea și diversitatea indicatorilor complică această sarcină în cadrul abordărilor existente. Pentru a înlătura aceste probleme, este nevoie gestionării indicatorilor cheie să li se ofere proprietatea de compatibilitate și subordonare dinamică, ceea ce înseamnă că indicatorii variați, la prima vedere, pot fi comparați și corelați, dacă analizăm schimbările acestora în dinamică. Selectând indicatorii economico-financieri principali ai întreprinderii, este posibil de a obține dinamica de referință a indicatorilor, realizarea sau nerealizarea cărora constituie o caracteristică importantă a bunăstării întreprinderii, pe care se pot baza atât managerii, cât și alte părți interesate de întreprinderea dată.

Este cert faptul că adoptarea conceptului de creștere a valorii întreprinderii va permite managerilor optimizarea gestiunii companiilor, coordonând obiectivele pe termen scurt și pe termen lung, precum și interesele personale și publice. De modul în care managerii întreprinderilor vor formula obiectivele lor strategice și de considerarea la luarea deciziilor operaționale direcționate spre creșterea bunăstării generale, va depinde, în mare măsură, succesul acestora pe termen lung.

LISTA LUCRĂRILOR PUBLICATE LA TEMA TEZEI

Articole în reviste științifice de profil:

1. Savciuc Vladimir, *Некоторые аспекты управления стоимостью компании* // Studia Universitatis. Seria „Științe Exacte și Economice”. – Chișinău: CEP USM, 2010, Nr. 2(32)– P. 223 - 228. ISSN 1857-2073.
2. Savciuc Vladimir, *Применение методов оценки в управлении стоимостью предприятия* // Studia Universitatis. Seria „Științe Exacte și Economice”. – Chișinău: CEP USM, 2010, Nr. 2(32)– P. 229 - 233. ISSN 1857-2073.
3. Savciuc Vladimir, *Unele propuneri vizând perfecționarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii*. În: Economica. Chișinău, 2010, ASEM, Nr. 4(74), p.68-74.
4. Savciuc Vladimir, *Базовые принципы концепции управления стоимостью предприятия* // Revista științifică „Studia universitatis, Seria „Științe exacte și economice”, Nr.7(37). – Chișinău 2010, USM. – P.214-219. ISSN 1857-2073.
5. Savciuc Vladimir, *Взаимосвязь концепции управления стоимостью предприятия и корпоративного управления* // Revista științifică „Studia universitatis, Seria „Științe exacte și economice”, Anul VI, Nr.2(52). – Chișinău 2012, USM. – P.165-169
6. Savciuc Vladimir, *Определение ключевых стоимостных факторов – важный этап реализации концепции управления стоимостью* // Analele științifice ale Universității cooperatist-comerciale din Moldova, Vol. XI (partea a doua). – Chișinău 2013, UCCM. – P.246-250
7. Savciuc Vladimir, *Управление стоимостью предприятия* // Analele Științifice ale USM, Seria «Științe Socioumanistice», Vol. II, Chișinău 2005- P. 507-510.ISSN 1811-2668.

Материале ale comunicărilor științifice:

8. Savciuc Vladimir, *Практическое применение управления стоимостью предприятия* // Conferința științifico-practică „Probleme actuale ale dezvoltării social-economice a Republicii Moldova”. – Chișinău: CEP USM, 18-19 noiembrie 2005. – P. 475 -483. ISBN 978-9975-70-052-8.
9. Ulian Galina, Savciuc Vladimir, *Основные теоретические подходы к понятию стоимости предприятия* // Conferința științifică internațională „Dezvoltarea economică în contextul aspirației de integrare europeană. Perspective și Realizări”. – Chișinău: CEP USM, 23 -24 octombrie 2009. Centru – Editorial – poligrafic al USM. – P. 333 -336. ISBN 978-9975-70-915-6.
10. Savciuc Vladimir, *Методологические аспекты управления стоимостью предприятия в условиях кризиса* // Conferința științifică internațională „Politici financiare de relansare a creșterii economice în condițiile crizei economice mondiale”. – 29 -30 aprilie 2010. Editura Policolor.Vol.II Chișinău 2010 – P. 201-204
11. Savciuc Vladimir, *Учет фактора риска при управлении стоимостью предприятия* // Conferința științifică internațională „Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii”. – 24 -25 septembrie 2010. Editura ASEM. Vol.II Chișinău 2011 – P. 86-89

ADNOTARE

la teza pentru obținerea gradului științific de doctor în științe economice
"Eficientizarea gestiunii valorii în cadrul întreprinderii"
Savciuc Vladimir, Chișinău, 2015, specialitatea: 522.01 – *Finanțe*

Structura tezei: adnotare, introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografia alcătuită din 126 de titluri, 11 anexe și este expusă pe 167 de pagini și conține 27 de tabele, 16 figuri și 26 de formule. Cercetările sunt reflectate în 11 publicații științifice.

Cuvinte-cheie: gestiune, valoare, evaluare, valoarea întreprinderii, metoda veniturilor, metoda costurilor, metoda de piață (comparativă), estimarea valorii întreprinderii, valoarea justă (de piață), valoarea intrinsecă (fundamentală, de bază), valoarea actuală a banilor.

Domeniul de studiu: finanțe, valoarea intrinsecă și justă (de piață) a întreprinderii.

Scopul și obiectivele de cercetare. Scopul principal al investigației îl reprezintă studiul comparativ al abordărilor privind estimarea și gestiunea valorii întreprinderii și elaborarea criteriilor de luare a deciziilor manageriale în baza aplicării conceptului de valoare.

Noutatea științifică constă în elaborarea elementelor de noutate, care se concretizează în:

- concretizarea conceptului de valoare intrinsecă (de bază, fundamentală) a întreprinderii;
- determinarea interdependenței și diferențierea dintre valoarea intrinsecă și valoarea de piață (justă) a întreprinderii;
- elaborarea și adaptarea algoritmului specific de determinare a factorilor de influență asupra valorii în întreprinderile vinicole și evidențierea lanțului factorilor ce influențează asupra valorii întreprinderii;
- propunerea unui algoritm de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii;
- recomandarea unui model de gestiune a valorii întreprinderii prin intermediul dinamicii de referință a indicatorilor activității economico-financiare.

Problema științifică importantă, soluționată în domeniul de cercetare, constă în identificarea celor mai optimale căi de gestionare a valorii întreprinderii și elaborarea noilor metodologii și metode de gestiune a valorii în condițiile actuale.

Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a tezei: constă în propunerea unor noi metode la luarea deciziilor care vor fi reflectate în valoarea întreprinderii; este elaborat un algoritm de determinare a factorilor ce influențează valoarea întreprinderii și de structurare a unui lanț al factorilor de influență a acestora; este propus pentru aplicare un algoritm de gestionare a factorilor ce influențează valoarea întreprinderii, aplicarea noilor metode de estimare a valorii integrale a întreprinderii, precum și a elementelor acesteia; elaborarea modelului de gestiune a valorii întreprinderii prin intermediul dinamicii de referință a activității economico-financiare.

Implementarea rezultatelor științifice: recomandările elaborate în teză au fost acceptate în vederea utilizării lor în activitatea Ministerului Economiei pentru fundamentarea măsurilor ce vizează gestiunea valorii în cadrul întreprinderii.

ANNOTATION

to the thesis to obtain the scientific degree of doctor in economic sciences

"Efficiency of enterprise value management"

Vladimir Savchuk, Chisinau, 2015, speciality 522.01 – *Finance*

Structure of the thesis work: the thesis consists of an introduction, three chapters, conclusions and recommendations, bibliographic references, 11 attachments. It is laid out on 167 pages of printed text and includes 27 tables, 16 charts, 26 formulas. The research is reflected in 11 scientific publications.

Key-words: enterprise value, enterprise value assessment, the concept of enterprise value management, income approach, cost approach, market (comparative) approach, value drivers, market value, internal (fundamental, basic) value, corporate management, liquidity ratios, profitability ratios, free cash flow, discount rate.

The scope of research is the internal and market value of an enterprise.

The subject of research is the enterprise value management methods and their efficient and effective application.

The aim of research is the comparative study of approaches to the assessment and management of the enterprise value and the development of criteria for decision-making on the basis of the concept of value.

The scientific challenge of crucial importance settled in this field of study is to identify the most efficient ways of managing the enterprise value and to create new methods and techniques of value management under current conditions.

The scientific novelty of the thesis is the author's development of new approaches to the enterprise value management, and in particular the author:

- defined the concept of the internal (basic and fundamental) value of the enterprise;
- elaboration and adaption the its relationship and difference from the enterprise market value;
- developed an algorithm for determining the value drivers and creating a chain of these factors' impact on the value;
- put forth an algorithm for managing factors that affect the enterprise value;
- presented a model of the enterprise value management through the reference dynamics of the business and financial performance indices.

Theoretical significance of the thesis lies in proposing new methodological approaches to making decisions reflected on the enterprise value. There has been developed an algorithm for determining the value drivers and creating a chain of these factors' impact on the value, as well there has been put forth an algorithm for managing factors that affect the enterprise value.

Practical significance of the thesis lies in developing new methods of assessing the value of the enterprise as a whole as well as of the component elements of the property complex, developing a model of the enterprise value management through the reference dynamics of the business and financial performance indices.

The research findings implementation. The recommendations given in the thesis have been approved for application by the Ministry of Economy of the Republic of Moldova in support of the measures to improve the enterprise value management.

АННОТАЦИЯ

к докторской диссертации **”Повышение эффективности управления стоимостью предприятия”**, Савчук Владимира, Кишинёв, 2015, специальность 522.01 - *Финансы*

Структура диссертации: диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений, библиографии, 11 приложений. Она изложена на 167 страницах печатного текста и включает 27 таблиц, 16 схем, 26 формул. Исследования отражены в 11 научных публикациях.

Ключевые слова: управление, стоимость, оценка, стоимость предприятия, доходный подход, затратный подход, рыночный (сравнительный) подход, факторы стоимости, рыночная стоимость, внутренняя (фундаментальная, базовая) стоимость, текущая стоимость денег.

Областью исследования является внутренняя и рыночная стоимость предприятия.

Предметом исследования являются методы управления стоимостью предприятия и эффективность их применения.

Целью исследования является сравнительное исследование подходов к оценке и управлению стоимостью предприятия и выработке критериев принятия управленческих решений на основе применения концепции стоимости.

Научная проблема высокой значимости разрешенная в данной области состоит в выявлении наиболее оптимальных путей управления стоимостью предприятий и создании новых методологий и методов управления стоимостью в актуальных условиях.

Научная новизна исследования заключается в разработке автором новых подходов к управлению стоимостью предприятия, и в частности:

- конкретизированно понятие внутренней (базовой, фундаментальной) стоимости предприятия;
- определена взаимосвязь и отличие внутренней (базовой стоимости) от рыночной стоимости предприятия;
- разработан и адаптирован специфический алгоритм определения факторов стоимости и создания цепочки влияния этих факторов на стоимость;
- предложен алгоритм управления факторами, влияющими на стоимость предприятия;
- предложена модель управления стоимостью предприятия через эталонную динамику показателей финансово-хозяйственной деятельности.

Теоретическая значимость работы состоит в предложении новых методологических подходов к принятию решений, отражающихся на стоимости предприятия. Разработан алгоритм определения факторов стоимости и создания цепочки влияния этих факторов на стоимость, а также предложен алгоритм управления факторами, влияющими на стоимость предприятия.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в разработке новых методов, позволяющих проводить оценку как стоимости предприятия в целом, так и составных элементов его имущественного комплекса, разработки модели управления стоимостью предприятия через эталонную динамику показателей финансово-хозяйственной деятельности.

Внедрение научных результатов. Рекомендации разработанные в диссертации были приняты к применению Министерством Экономики Республики Молдова для обоснования мер по совершенствованию управления стоимости предприятия.

SAVCIUC Vladimir

**EFICIENTIZAREA GESTIUNII VALORII
ÎN CADRUL ÎNTREPRINDERII**

Specialitatea: 522.01. Finanțe

Autoreferatul tezei de doctor în științe economice

Aprobat spre tipar: 07.05.2015
Hârtie offset. Tipar offset.
Coli de tipar: 1,0

Formatul hârtiei: 60x84 1/16
Tiraj 50 ex.
Comanda nr. 55

Tipografia "PREPRESS"