

UNIVERSITATEA DE STAT A MOLDOVEI

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

SAVCIUC VLADIMIR

**EFICIENTIZAREA GESTIUNII VALORII ÎN
CADRUL ÎNTREPRINDERII**

Specialitatea: 522.01 – Finanțe

Teză de doctor în științe economice

Conducător științific:

**Cobzari Ludmila,
doctor habilitat,
profesor universitar,**

Autor:

SAVCIUC Vladimir

CHIȘINĂU, 2015

© Savciuc Vladimir, 2015

CUPRINS

ADNOTARE	5
LISTA ABREVIERILOR	8
INTRODUCERE	9
1. ABORDĂRI FUNDAMENTALE TEORETICE ȘI METODOLOGICE PRIVIND CONCEPTUL DE VALOARE ȘI GESTIUNE A VALORII ÎNTRINDERII	15
1.1. Abordări conceptuale a valorii întreprinderii	15
1.2. Abordări fundamentale ale conceptului de gestiune a valorii întreprinderii.....	23
1.3. Interdependența conceptului de gestiune a valorii întreprinderii cu gestiunea corporativă.....	32
1.4. Concluzii la Capitolul 1	45
2. ASPECTE PRACTICE DE GESTIUNE A VALORII ÎNTRINDERII ȘI DETERMINAREA VALORII PRIN INTERMEDIUL EVALUĂRII ÎNTRINDERII	49
2.1. Aspecte metodologice ale estimării valorii întreprinderii	49
2.1.1. Particularitățile aplicării metodei de abordare prin venit în practica estimării valorii întreprinderii	50
2.1.2 Evaluarea activelor și datoriilor întreprinderii bazate pe metoda abordării prin cheltuieli și metoda abordării de piață (comparativă)	60
2.2. Aplicarea indicatorilor de piață în estimarea valorii întreprinderii.....	65
2.3. Situația financiară a întreprinderilor - reper important în gestiunea întreprinderilor din Republica Moldova în vederea determinării valorii	73
2.4. Concluzii la Capitolul 2	98
3. GESTIUNEA VALORII ÎNTRINDERII ȘI METODOLOGIA DE PERFECTIONARE A SISTEMULUI DE GESTIUNE BAZAT PE ABORDAREA VALORII.....	101
3.1. Determinarea valorii întreprinderii și a factorilor ce influențează valoarea	101
3.2. Decizii manageriale în vederea creșterii valorii întreprinderii	109
3.3. Perfectionarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii	120
3.4. Concluzii la Capitolul 3	134
CONCLUZII ȘI RECOMANDĂRI	137
BIBLIOGRAFIE	143
ANEXE	152
Anexa 1. Principalele tipuri de valoare a întreprinderii	153
Anexa 2. Avantaje și dezavantaje de aplicare a conceptului de gestiune a valorii	154
Anexa 3. Indicatorii lichidității la "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA pentru anii 2006-2013	155

Anexa 4. Dinamica indicatorilor rentabilității la "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA pentru anii 2006-2013	156
Anexa 5. Indicatorii rotației capitalului, activelor curente, creanțelor și datoriilor comerciale pe termen scurt la "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA pentru anii 2006-2013	157
Anexa 6. Schema modelului de estimare a valorii întreprinderii	158
Anexa 7. Identificarea factorilor valorii întreprinderii pe diferite nivele	159
Anexa 8. Factorii aferenți valorii care determină indicatorul disponibilului de mijloace bănești	160
Anexa 9. Algoritmul de gestiune a societăților pe acțiuni din punct de vedere al metodei abordării valorii.....	161
Anexa 10. Algoritmul de elaborare a formulei valorii afacerii medii eficiente	162
Anexa 11. Descompunerea factorilor valorii pentru diferite structuri ierarhice ale întreprinderii	163
CERTIFICATE DE IMPLEMENTARE A REZULTATELOR CERCETĂRII.....	164
DECLARAȚIE PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII	166
CURRICULUM VITAE	167

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, 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:

- определено понятие внутренней (базовой, фундаментальной) стоимости предприятия, ее взаимосвязь и отличие от рыночной стоимости предприятия;
- разработан 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.

LISTA ABREVIERILOR

AN	– Active nemateriale
AȘM	– Academia de Științe a Moldovei
DC	– Creanțe comerciale pe termen scurt
DCF	– Fluxul de mijloace bănești actualizat
DD	– Creanță
EVA	– Valoarea economică adăugată
FCF	– Fluxul de mijloace bănești disponibile
MB	– Mijloace bănești
MF	– Mijloace fixe
MVA	– Valoarea de piață adăugată
NOPAT	– Profit net din activitatea operațională
ROIC	– Rentabilitatea capitalului investit
RM	– Republica Moldova
SA	– Societate pe Acțiuni
SMM	– Stocuri de mărfuri și materiale
SVA	– Valoare adăugată a acțiunilor
TMC	– Stocuri de mărfuri și materiale pe termen scurt
VBM	– Conceptul de gestiune a valorii întreprinderii
WACC	– Valoarea medie ponderată a capitalului investit

INTRODUCERE

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 evaluarea 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., Bușmachi E., Băncilă N., Ciubotaru M., Cobzari L., Hîncu R., Iliadi Gh., 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., Valdaițev 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 cărora 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 direcțiilor 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.

1. ABORDĂRI FUNDAMENTALE TEORETICE ȘI METODOLOGICE PRIVIND CONCEPTUL DE VALOARE ȘI GESTIUNE A VALORII ÎNTREPRINDERII

1.1. Abordări conceptuale a 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.

În vederea elaborării propunerilor privind perfecționarea gestiunii valorii întreprinderii inițial, este necesară examinarea abordărilor teoretice ale conceptului de valoare a întreprinderii.

Activitatea întreprinderii trebuie să fie orientată spre un anumit rezultat. Din punct de vedere al abordării contabile, o perioadă îndelungată, pentru evaluarea activității companiei, era utilizat indicatorul profitului contabil. El este destul de simplu în calcul, dar nu ia în considerare cheltuielile ce comportă caracter nefinanciar, iar acestea devin importante în condiții de concurență acerbă pe piață. Indicatorii-țintă ai performanțelor întreprinderii sunt recuperarea cheltuielilor, rata admisibilă de profit, rentabilitatea, lichiditatea și viteza de rotație.

În opinia profesorului D. Han, un obiectiv economic indiscutabil al oricărei întreprinderi este capacitatea de finanțare a activității sale. Acest obiectiv este acceptat de toți subiecții de gestiune interesați de activitatea profitabilă – investitori, personal, furnizori, proprietari, autorități de stat. În practica mondială, această capacitate este determinată de asemenea factori-cheie, precum prețurile la resurse, impozitele și posibilitatea achitării acestora, adică de valoarea capitalului agregat. Sporirea valorii capitalului duce la creșterea valorii întreprinderii [32, p. 23].

Valoarea reprezintă acel indicator generalizator al performanțelor activității întreprinderii, care este recunoscut de către toți subiecții de gestiune drept cel mai important în vederea desfășurării ulterioare a businessului și a dezvoltării acestuia. Totodată, cercetătorii notorii (P. Howarth, B. Becker, M. Hyuzlid ș.a.) recunosc atingerea unui nivel înalt al acestui indicator drept scop primordial al companiei. Cu toate acestea, autorii interpretează în mod diferit conținutul conceptului de «valoare a întreprinderii», în funcție de obiectivele cercetărilor sale.

Analiza literaturii științifice a relevat că tipurile principale ale valorii pot fi divizate în două grupe – tipuri de estimare a valorii și tipuri de valoare ce nu reprezintă obiectul unei estimări. La tipuri de estimare fac referință: valoarea de piață (justă), investițională, intrinsecă,

valoarea în scopuri de asigurare, valoarea de gaj, impozabilă și alte tipuri speciale de valoare. Tipurilor de valoare ce nu reprezintă obiectul unei evaluări pot fi atribuite valoarea contabilă, nominală ș.a. Aceleași idei sunt confirmate de Sistemul unic de evaluare a patrimoniului SM 249:2004 din Republica Moldova, care reflectă valorile diferite de cele de piață (juste) (Figura 1.1).

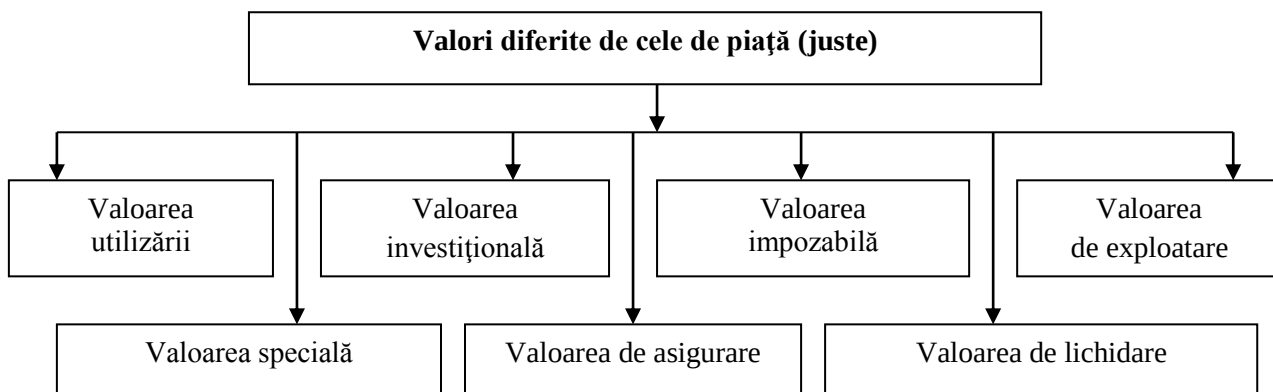


Figura 1.1 Tipuri de valoare diferite de cele de piață (juste).

Sursa: adaptat de autor în baza sursei [10].

Conceptul valorii de piață (juste), potrivit Standardelor Internaționale de Evaluare, Standardelor Europene de Evaluare și Standardului Național de Contabilitate autohton, este următorul: prin valoarea de piață (justă) se subînțelege o sumă determinată, pentru care proprietatea poate fi schimbată la data evaluării între cumpărătorul decis să procure și vânzătorul decis să vândă în urma tranzacției la un preț stabilit obiectiv în urma cercetării de marketing, în care ambele părți acționează competent.

În Standardele Americane de Evaluare, valoarea de piață (justă) se determină ca prețul posibil la care proprietatea poate fi plasată pe o piață deschisă și concurențială, cu toate condițiile necesare pentru o tranzacție onestă, când vânzătorul și cumpărătorul acționează în baza legislației, subînțelegând că asupra prețului nu influențează stimulente inadecvate [51, p. 15].

În Legea Republicii Moldova «Cu privire la activitatea de evaluare» se prevede că valoarea de piață (justă) este suma estimată pentru care un obiect al evaluării poate fi schimbat, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere și un vânzător hotărât să vândă, după un marketing adecvat, într-o tranzacție comercială liberă, în care fiecare parte va acționa competent, cu prudența necesară și neconstrâns.

Conținutul unor tipuri de valoare a întreprinderii este reflectat în Anexa 1.

Totodată, din varietatea de tipuri de valoare, în opinia noastră, deosebit de importante pentru gestiunea întreprinderii sunt valoarea de piață (justă) și cea intrinsecă. Este important să se facă deosebirea dintre conceptul valorii de piață (juste) și cel al valorii intrinseci a

întreprinderii. În cazul funcționării întreprinderii, valoarea intrinsecă (de bază) este un indicator extrem de necesar pentru analiza eficienței gestiunii întreprinderii. Valoarea intrinsecă este corelată cu valoarea de piață (justă), deoarece, pe baza acesteia, se formează valoarea de piață (justă) a companiei. Legătura reciprocă dintre valoarea intrinsecă (de bază) și cea de piață (justă) este prezentată în Figura 1.2.

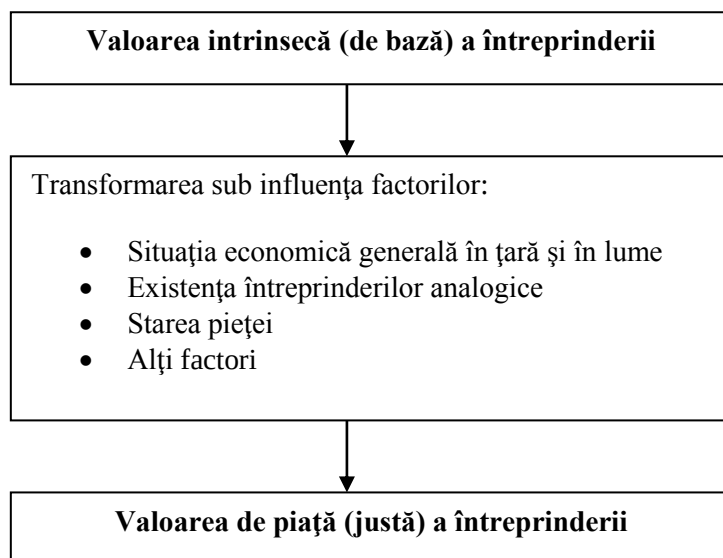


Figura 1.2 Corelația dintre valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală, obiectivă) și valoarea de piață (justă) a întreprinderii.

Sursa: elaborat de autor

Criteriul principal în economie este profitul, obținut de individ din participarea la diverse relații economice reciproce. Respectiv, întreprinderile se orientează spre atingerea a două obiective de bază:

- 1) obținerea profitului;
- 2) sporirea valorii de piață (juste) a întreprinderii.

Însă, dacă anterior se considera că întreprinderea există pentru obținerea profitului, atunci, în prezent, a devenit clar că scopul principal al întreprinderii constă în maximizarea valorii de piață (juste). Această ordine de idei, în opinia noastră, nu este suficient de corectă, întrucât criteriul economic final al activității întreprinderii este capitalul creat a proprietarilor. Între valoarea de piață (justă) și capital, de obicei, se pune semnul egalității. De exemplu, în manualul lui Bradley R. A. și S. C. Myers, «Principiile finanțelor corporative», se afirmă că scopul acționarilor este maximizarea capitalului propriu, iar tot ce trebuie să facă managerii pentru realizarea acestui scop este sporirea valorii de piață a acțiunilor lor [15, p. 25].

În examinarea teoremei lui F.Modigliani și M.Miller privind neutralitatea politicii de dividend, aceeași autori remarcă: «noi ajungem la concluzia că politica ce maximizează valoarea

de piață (justă) a firmei, de asemenea, maximizează capitalul acționarilor». Într-o formă implicită, acest punct de vedere este foarte larg răspândit în literatura privind «gestiunea companiei în baza valorii» [15, p. 25]. A pune semnul egalității între capitalul acționarilor și valoarea de piață (justă) nu este chiar corect. Valoarea de piață (justă), în țările occidentale, este calculată cel mai frecvent în baza mărimii fluxurilor financiare viitoare, stabilite în momentul curent. Capitalul propriu este un concept mai larg, care presupune încasări în folosul acționarilor atât din trecut, cât și cele curente și viitoare, precum și suprimă efectul temporar al mișcării propriu-zise/libere în timp a valorii în urma inflației și al apropierii de fluxurile financiare așteptate, precum și al transferului fluxurilor financiare către investitori. Maximizarea valorii de piață (juste) nu conduce neapărat la sporirea capitalului propriu creat de către companie pentru acționari.

Între profit și valoarea de piață (justă) pot fi urmărite anumite contradicții, provocate de faptul că proprietatea acționarilor se prezintă sub formă de titluri – acțiuni, care circulă liber la bursa de valori și reflectă perspectivele dezvoltării companiei în perspectivă apropiată. Întrucât creșterea profitului poate avea caracter tranzitoriu, în măsură egală cu pierderile, din care motiv valoarea de piață nu întotdeauna este corelată cu indicatorii profitului. Totodată, trebuie ținut cont de faptul că profitul contabil în multe aspecte comportă un caracter artificial și se supune cerințelor și principiilor evidenței financiare. O reflectare mai corectă a acumulării reale a capitalului acționarilor o reprezintă fluxurile de mijloace bănești curente și cele viitoare, adică nu formalizarea pe hârtie, ci sursele bănești real transferate acestora și alte active ce se exprimă în bani.

În sens practic, valoarea de piață (justă) a companiei este suma pentru care ea poate fi vândută. Valoarea de piață (justă) pentru acționari este mărimea surselor de mijloace bănești pentru care aceștia ar putea ceda propria cotă-parte din întreprindere unei alte persoane. În sens aplicativ, valoarea de piață (justă) constituie proprietatea unui obiect de a fi schimbat pe bani. De asemenea, valoarea nu trebuie confundată cu prețul, întrucât prețul poate fi atât mai mare, cât și mai mic decât valoarea, deoarece acesta se formează sub influența cererii și ofertei și reprezintă un rezultat al compromisului dintre vânzător și cumpărător. Valoarea reprezintă însemnătatea veridică a obiectului și reflectă volumul de beneficii pe care le poate aduce, estimate la momentul curent.

Se consideră că piața de capital nu reflectă suficient valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală) a întreprinderii. Însă, în opinia noastră, toate piețele reale de capital, inclusiv piețele țărilor dezvoltate, într-o măsură sau alta, sunt inefficiente. În cazul dat, trebuie de clarificat deosebirea dintre valoarea intrinsecă și valoarea de piață (justă). Valoarea de piață (justă) este

mărima agregată stabilită de piață. Aceasta se formează în baza așteptărilor, viziunilor investitorilor și poate conține nu doar evaluări raționale, dar și aprecieri emoționale, prejudecăți. Valoarea de piață (justă), de asemenea, depinde de metodele de evaluare, la care recurg majoritatea investitorilor: de regulă, acestea sunt diverse modele și multiplicatori de piață. În pofida ipotezei pieței eficiente, mulți presupun că activele pot fi supraapreciate sau subapreciate. Deși, în orice moment concret, activul poate fi vândut pe piață doar la valoarea de piață (justă), în perspectivă de lungă durată, evaluările de piață se corectează și se apropie de valoarea intrinsecă a activului.

Toate acestea, în opinia noastră, extind și concretizează obiectivele stabilite la realizarea determinării valorii și contribuie la constituirea sistemului eficient de gestiune a proceselor de formare a acesteia. În opinia noastră, dacă obiectul evaluării este o întreprindere ce funcționează, atunci valoarea acesteia trebuie determinată nu doar pentru a stabili prețul înstrăinării întreprinderii, adică valoarea de piață (justă), dar și pentru a gestiona procesele creșterii sale ulterioare pentru atingerea unei funcționări stabile și eficiente, adică pentru determinarea valorii sale intrinseci.

Spre deosebire de valoarea de piață (justă), valoarea investițională presupune calculul valorii întreprinderii pentru un investitor concret în dependență de cerințele și preferințele sale individuale, adică valoarea investițională reprezintă manifestarea valorii în utilizare, pe când cea de piață – cel mai des, în schimb.

Conceptele de «valoare investițională» și «valoare de piață (justă)» sunt corelate. Acest fapt se explică prin situația potrivit căreia, ca urmare a comportamentului rațional al unui număr mare de investitori concreți, treptat, se atinge echilibrul dintre cerere și ofertă și se stabilește prețul de piață care reflectă valoarea obiectului pentru majoritatea investitorilor. Or, în condițiile Republicii Moldova, ținând cont de infrastructura nedezvoltată a pieței, precum și de comportamentul adesea irațional al investitorilor, aceste concepte se pot deosebi considerabil.

Asupra formării valorii de piață (juste) influențează mai mulți factori, dintre care P. Howarth deosebește factorii monetari și nemonetari, care exercită influență asupra valorii de piață (juste) a companiei (Figura 1.3).

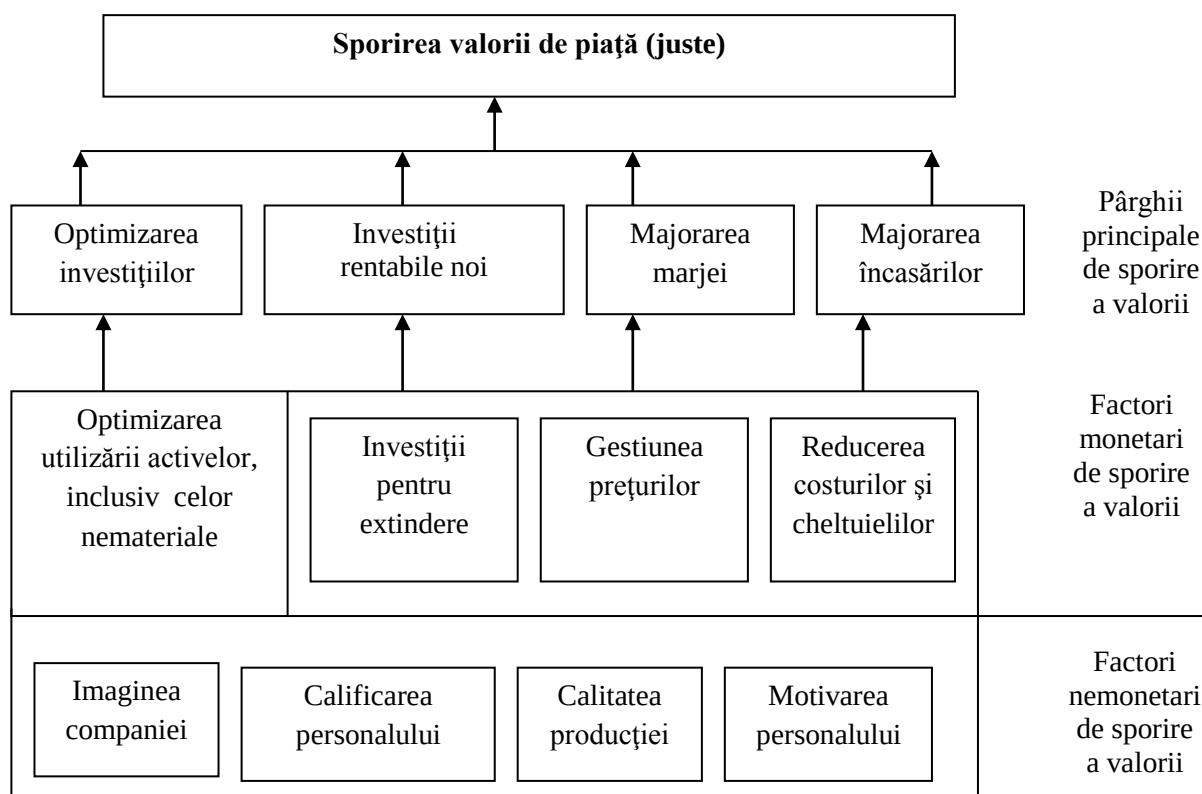


Figura 1.3. Factorii ce influențează mărimea valorii de piață (juste).

Sursa: [39]

Dacă analizăm Figura 1.3, atunci remarcăm faptul că asupra formării și creșterii valorii de piață (juste), după părerea lui P. Howarth, în mare măsură, influențează factorii interni, în timp ce, în opinia noastră, în schema dată, nu sunt luați în considerare asemenea factori de influență asupra valorii de piață (juste), precum starea pieței, existența obiectelor asemănătoare și situația economiei mondiale. Aceiași factori, reprezentați în Figura 1.3, sunt, în mare măsură, factori de formare a valorii intrinseci a întreprinderii.

La elaborarea cercetării de doctorat, am apelat, cu precădere, la valoarea de piață (justă) și cea intrinsecă a întreprinderii.

În opinia noastră, în unele situații, este imposibilă, obținerea valorii de piață (juste). Acest fapt este real, dacă:

- întreprinderea evaluată este închisă, adică, prin definiție, nu se supune evaluării pe piața de capital;
- întreprinderea evaluată este formal deschisă, dar nu este inclusă în listingul burselor de valori, deoarece nu corespunde cerințelor acestora, totodată, pe piața extrabursieră nu se realizează cotarea sa permanentă;

- întreprinderea evaluată reprezintă o societate pe acțiuni deschisă, ale cărei acțiuni, deși sunt cotate la bursa de valori, nu sunt suficient de lichide, astfel, încât să ofere încrederea în valoarea de piață (justă) realmente atestată;
- piața de capital în țară nu este suficient de lichidă sau depinde mult de factorii economici externi pe termen scurt;
- nu se atestă încredere în piața de capital după scandalul «piramidelor», ceea ce duce la subaprecierea acțiunilor pe piață, fapt agravat și de dimensiunile (rulajul) sale modeste, care este incapabil de a suprima influența prea puternică a factorilor întâmplători pe piața națională de capital, în general [42].

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 (juste). De exemplu, pentru societăți pe acțiuni cu acțiuni nelichide, societăți cu răspundere limitată și întreprinderi ale businessului mic. Valoarea capitalului propriu al întreprinderii, deseori, se identifică cu acțiunile, întrucât acțiunile cuprind în sine dreptul de a obține fluxurile de mijloace bănești viitoare, în baza valorii actualizate determinându-se valoarea de piață (justă).

Întreprinderile cu acțiuni nelichide și fără acțiuni necesită o gestiune a valorii mai mult decât cele pe acțiuni. Valoarea nu se manifestă doar prin cursul acțiunilor, dar și prin tranzacțiile de fuziune și achiziție, precum și din punctul de vedere al atractivității investiționale a businessului. Dacă proprietarii businessului doresc să îl vândă, în lipsa unei piețe dezvoltate, este dificilă găsirea unui cumpărător gata să ofere o sumă echitabilă de bani. Problema nu constă în faptul că nimeni nu va dori să cumpere un asemenea business, dar că nu este publică informația privind fluxurile bănești ale businessului din cauza caracterului său închis. În afară de aceasta, valoarea firmelor mici, deseori, se formează în baza relațiilor personale de încredere, care dispar după plecarea posesorilor unui asemenea business. În cazul dat, proprietarii trebuie să conștientizeze clar valoarea businessului pentru sine și ceilalți și să încerce să înțeleagă cât de importantă este păstrarea și dezvoltarea acestuia. Orientarea către indicatorii contabili tradiționali, de profit și rentabilitate va conduce la concentrarea asupra profiturilor imediate în detrimentul bunăstării viitoare.

În cazul transmiterii businessului altor proprietari, posesorii companiilor familiale, de obicei, pierd o parte considerabilă a valorii intrinseci a unui asemenea business din cauza că nu există concurență pentru participare în cadrul companiei. Pentru companiile cotate la bursă este mai simplu, deoarece proprietarii lor sunt investitori individuali mici, care investesc în business o sumă de capital mai mic, în timp ce, pentru cumpărarea unei societăți cu răspundere limitată este

nevoie de un investitor solid, de la care se cere o sumă mult mai mare. De altfel, cumpărătorul este nevoit, de asemenea, să se preocupe individual de gestiunea societății.

Capitalul investit de proprietari în business se recuperează și atrage fluxuri de mijloace bănești pozitive în decursul unei perioade mai îndelungate de timp. Indicatorul profitului (și indicatorul derivat din acesta al rentabilității), din start, este orientat spre recuperarea capitalului investit într-o perioadă mai îndelungată cu condiția păstrării businessului pe parcursul unei perioade nelimitate și spre accentuarea venitului din capital în perioada curentă. Desigur, se poate presupune că, în cazul unei lichidări imediate a companiei, proprietarul va putea să-și întoarcă întreg capitalul investit în business la valoarea sa de bilanț. Evidența contabilă modernă evaluează activele în baza concepției unei întreprinderi vitale și se bazează pe valoarea de realizare a activelor și obligațiunilor, din care se deduce valoarea activelor nete, adică profitul din lichidare al posesorilor companiei. Însă, pentru dezvoltarea businessului și asigurarea bunăstării pe durată îndelungată, proprietarii săi trebuie să cunoască nu doar eficiența de scurtă durată, dar și valoarea prezentă a fluxurilor de mijloace bănești viitoare generate de companie și repartizarea acestora între proprietari, creditori, buget, manageri, muncitori și alte părți implicate. Obținerea profitului, în trecut și în prezent, încă nu atestă profituri economice așteptate, riscurile asumate, și în baza profitului sau rentabilității proprietarii nu pot evalua cât de importante sunt pentru ei menținerea sau extinderea businessului.

De asemenea, ei nici nu încearcă să compare, să găsească un compromis între obținerea profiturilor curente mari în defavoarea celor viitoare. Indicatorul valorii este universal și cuprinde toate aspectele menționate anterior. Indicatorii tradiționali, în continuare, rămân solicitați la evaluarea performanței financiare, dar în scopurile gestiunii businessului, pentru elaborarea planurilor strategice, atragerea investitorilor, este nevoie de indicatori de măsurare a bunăstării create de companie.

Totuși, există o deosebire principială în interpretarea valorii pentru companiile cu acțiuni cotate și pentru companiile cu acțiuni nelichide sau societățile fără acțiuni și Societățile cu Răspundere Limitată. În companiile cu acțiuni de înalt grad de lichiditate, valoarea îndată se exprimă în prețul acțiunilor și investitorii (acționarii) pot, în orice moment, să realizeze această valoare, transmitând cota-parte proprie pe piață oricărui doritor gata să propună un preț echitabil (actual momentan pe piață).

Pentru companiile fără acțiuni și companiile cu acțiuni cu grad scăzut de lichiditate, accentul trebuie să fie pus pe fluxurile de mijloace bănești reale. Participanții săi nu vor putea să profite ușor de valoarea totală a fluxurilor de mijloace bănești viitoare, întrucât pentru ei nu există piață activă. Valoarea, în această situație, reprezintă doar un măsurător al averii, pe care

participanții acestor societăți o vor putea obține din posedarea companiei. Această valoare poate fi realizată, doar ulterior, prin obținerea cu răbdare a întregului flux al numerarului generat de activitatea de bază. Astfel de companii, evaluând performanțele proprii, trebuie să pună accentul nu doar pe însăși valoarea, dar și pe menținerea acesteia, pe repartizarea în favoarea posesorilor fluxurilor de mijloace bănești.

Generalizând cele expuse mai sus, putem afirma că, în opinia noastră, un moment teoretic important în relevarea conceptului valorii întreprinderii îl constituie înțelegerea faptului că este necesară delimitarea clară a două concepte: valoarea de piață (justă) a întreprinderii și valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală) a întreprinderii, care, în primul rând, se deosebesc prin determinarea lor după obiective, iar în al doilea rând – după factorii considerați în calcularea lor. Valoarea de piață (justă) 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.

1.2. Abordări fundamentale ale conceptului de gestiune a valorii întreprinderii

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), iar în cea rusă - gestiunea valorii companiei. Conceptul VBM se bazează pe bine cunoscuta «viziune economică» a afacerii din economia politică clasică. 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.

Estimarea valorii întreprinderii drept instrument al gestiunii financiare a fost dezvoltată din metoda actualizării în procesul de planificare a investițiilor capitale și metoda de determinare a valorii, elaborat de către laureații Premiului Nobel, M. Miller și Modigliani F. [108]. Pe parcursul anilor 1990 și începutul anilor 2000, principiile și metodele de gestiune a valorii întreprinderii au devenit abordări larg răspândite în management: aceste idei sunt utilizate în prezent de către companiile din Europa de Vest, Canada, Australia, Japonia și sunt treptat consolidate poziții pe piețele cu capital în dezvoltare – în practica unor companii din America Latină, Asia de Sud, Turcia și Rusia. Actualmente, conceptul VBM este folosit și în practica companiilor din Republica Moldova.

Fondatorii conceptului VBM sunt Rappaport A. și B. Stewart, fiind primii care s-au ocupat de elaborarea practică a conceptului de determinare a valorii acționare pentru planificarea investițiilor și gestiunea companiilor. Ei nu numai că au continuat cercetările laureaților

Premiului Nobel, M. Miller și Modigliani F., la nivel de aplicare, dar, de asemenea, au dezvoltat software-ul de specialitate și au contribuit la răspândirea acestuia pe piață. Lucrarea lui Rappaport A. a fost prima în care au fost sistematizate principiile VBM [49]. Anume, ea a fost cea care a difuzat ideile de gestiune a întreprinderii, în scopul maximizării valorii sale. A. Rappaport este, de asemenea, principalul elaborator al așa-numitului sistem de indicatori de valoare acționară a companiilor (Shareholder Value Scoreboard), care este publicat anual de Wall Street Journal. Cercetările au demonstrat că există o corelație puternică între valoarea de piață a companiei și un indicator SVA (Shareholder Value Added – valoarea adăugată acționară), elaborat de A. Rappaport.

Dezvoltarea EVA (EVA –Economic Value Added) se datorează lucrării lui B. Stewart [52]. Abordarea măsurării performanței economice, cu folosirea acestui indicator foarte repede a devenit popular în lumea financiară: peste 300 de companii din întreaga lume folosesc EVA ca instrument de evaluare de bază. În plus, până în prezent, au fost elaborate un software special și baze de date, care facilitează, în mod semnificativ, analiza și evaluarea activității economice din punct de vedere al valorii create de companie.

Compania Stern Stewart & Co publică periodic ratingul a 1000 de companii din punct de vedere al valorii de piață adăugată (MVA –Market Value Added (valoarea de piață adăugată)). Acest indicator reprezintă fluxul actualizat EVA și reflectă crearea valorii acționare pe termen lung.

Lansată în anul 1999, de către compania de consultanță McKinsey, lucrarea lui T. Copeland, T.Koller și D. Murin ”Valoarea companiilor: estimare și gestiune” a devenit de referință pentru managerii și consultanții de afaceri ai ultimului deceniu. Autorii, folosind experiența companiei McKinsey & Co și investițiile predecesorilor lor, au analizat în tratatul lor cercetările anterioare și le-au completat cu elaborări proprii, care vizează o serie de aspecte practice și recomandări privind utilizarea metodelor descrise.

Schimbarea abordării indicatorilor de estimare a valorii este prezentată în Figura 1.4.

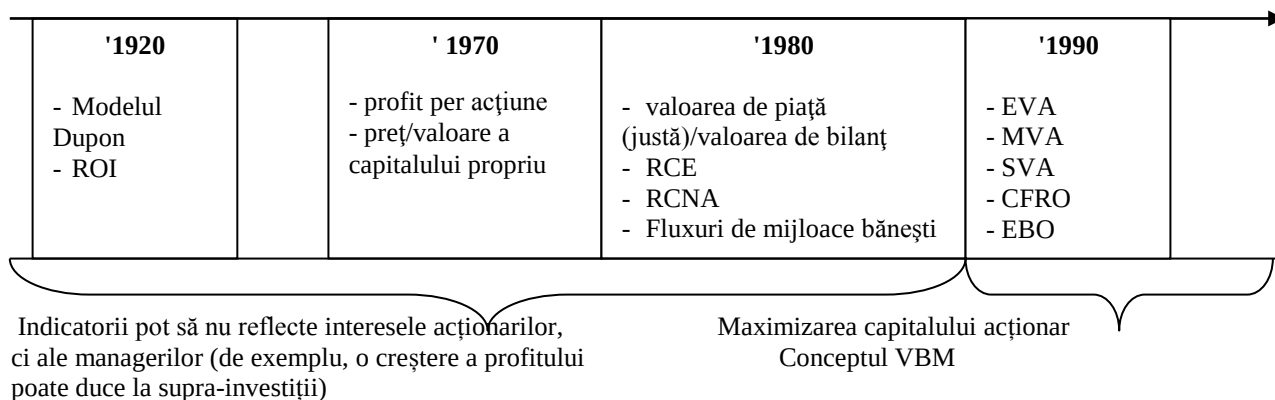


Figura 1.4. Evoluția indicatorilor financiari în evaluarea gestiunii eficiente

Sursa: [92]

În perioada 1980-1990, de către economiștii proeminenți din Vest, s-au propus metode de evaluare și gestiune a businessului pe baza unor indicatori ai profitului economic. Cei mai cunoscuți indicatori sunt: Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Shareholder Value Added (SVA), Edwards-Bell-Ohlson model (EBO), Cash Flow Return on Investment (CFROI), modelul opțional F. Blacc - M.Shoulz. La baza lor, stau principalii factori care influențează valoarea companiei – cheltuielile pentru capitalul propriu și împrumutat și veniturile generate din activele existente (veniturile pot fi diferite: profit, flux de mijloace bănești etc.). Indicatorii bazați pe profit economic corelează, pe de o parte, cu estimarea valorii de piață, pe de altă parte, pot fi folosiți în managementul operativ al companiei. Aplicarea acestor metode, utilizate pe scară largă în Occident, poate reduce, în mod semnificativ, deficiențele metodelor tradiționale.

În special, calculul EVA (valoarea economică adăugată) poate fi efectuat pentru fiecare perioadă aparte de funcționare a activității întreprinderii, fără a lua în calcul evenimentele trecute și prognozarea evenimentelor viitoare pe baza datelor evaluate contabil a capitalului implicat, în timpul ce analiza tradițională NPV necesită calcularea necesarului de investiții în volum și timp exact al fluxurilor de numerar pe perioade. Astfel, o analiză comparativă a indicatorilor planificați și reali ai proiectului de investiții este mult mai ușor să se efectueze cu ajutorul EVA.

Totodată, reevaluarea activelor, care se efectuează în baza trecerii la standardele internaționale de raportare financiară, se înregistrează în EVA ca tranzacții standard, adică reevaluarea se reflectă automat atât în mărimea veniturilor, cât și a capitalului implicat. În analiza tradițională, în acest caz, e necesar să se efectueze recalculări ale indicatorilor proiectului prin modificarea mărimii prognozate a valorii de lichidare a activelor.

La gestiunea valorii întreprinderii, EVA poate fi folosită:

- la evaluarea eficienței activității departamentelor sau a întregii companii;

- în dezvoltarea unui management optim și echitabil prin sistem de bonus;
- la determinarea fluxului de capital.

Formula de calcul a valorii economice adăugate este prezentată mai jos:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE \quad (1.1)$$

unde, *NOPAT* (Net operating profit adjusted taxes) exprimă profitul net operațional corectat după achitarea impozitelor;

WACC (Weighted average cost of capital) - valoarea medie ponderată a capitalului investit (capitaluri proprii și împrumuturi);

CE (Capital employed) – valoarea capitalului utilizat.

În continuare, analizăm mai detaliat componentele formulei EVA. Mărimea *NOPAT* se calculează pornind de la datele raportului despre profit și pierdere, ajustate pentru cheltuielile de capital:

$$NOPAT = \text{profitul până la impozitare} + \text{cheltuielile cu dobânzi} + \text{procente pentru plățile de leasing} + \text{amortizarea goodwill} - \text{suma impozitelor plătite.} \quad (1.2)$$

Cu părere de rău, evidența noastră contabilă nu reflectă, de multe ori rezultatele reale ale activității întreprinderii, fapt ce complică calculul EVA. Prin urmare, pentru calcularea tuturor componentelor formulei este mai bine de folosit datele de raportare managerială în baza standardelor internaționale.

Mărimea capitalului utilizat la calcularea EVA poate fi calculată prin două moduri:

1. Pornind de la suma activelor totale administrate de întreprindere, cu excluderea obligațiunilor pe termen scurt, cu excepția creditelor pe termen scurt;
2. Din punct de vedere al pasivelor: la capitalul propriu se adaugă suma tuturor creditelor, valoarea curentă a obligațiilor de leasing și a altor obligațiuni pe termen lung.

Costul mediu ponderat al capitalului investit în forma generală se calculează precum urmează:

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times W_d + K_{ps} \times W_{ps} \quad (1.3)$$

unde, *W* exprimă ponderea fiecărei surse din capitalul investit;

K_e – costul capitalului propriu;

K_d – costul capitalului împrumutat;

K_{ps} – costul profitului nerepartizat sau al capitalului atras din emiterea de acțiuni preferențiale.

Avantajele aplicării acestui concept în limitele managementului valorii întreprinderii țin de faptul că, prin intermediul acestui indicator se poate determina, în mod corespunzător, măsura în care unitatea, firma sau proiectul își propune să crească valoarea de piață. Totuși, simplitatea

de calcul al EVA este doar aparentă. Elaboratorul acestui model, S. Bennett, prevede implementarea a mai mult de 150 de amendamente și modificări la datele inițiale ale bilanțului întreprinderii, care pot fi aplicate la profitul net pentru obținerea NOPAT, în funcție de caracteristicile unei anumite companii. Scopul lor constă în reflectarea valorii economice a activelor cu o precizie mai mare decât se face, de obicei, în bilanț. Cu toate acestea, ele se schimbă odată cu apariția unor noi documente de reglementare. Astfel, există o problemă de adaptare la schimbarea permanentă de raportare financiară și la condițiile economice din Republica Moldova.

VBM este un sistem universal de gestiune al organizațiilor, care, după A. Rappaport, include patru elemente-cheie: estimare, strategie, finanțe, și gestiune corporativă (Figura 1.5).

Într-o serie de lucrări științifice, sunt formulate principalele idei ale teoriei gestionării valorii întreprinderii [31, 49, 52]. Pe baza acestor lucrări, au fost create pachete de tehnologii și recomandări proprii, care sunt utilizate pe scară largă în activitățile de consultanță de către mai multe companii. Mai multe instituții investiționale importante și fonduri de pensii private folosesc principiile VBM pentru analiza financiară a companiilor emittente și indicatorilor noi, care reflectă dinamica creșterii valorii investiționale a capitalului în programele de administrare a portofoliului valorilor mobiliare, inclusiv gestiunea capitalului clienților. Cercetarea rezultatelor utilizării practice a acestor abordări în companiile din țările dezvoltate occidentale arată că, față de un eșantion de control al companiilor, care nu utilizează aceste abordări, la susținătorii acestui concept crește eficiența, se reduc costurile și cresc indicatorii rotației [65].

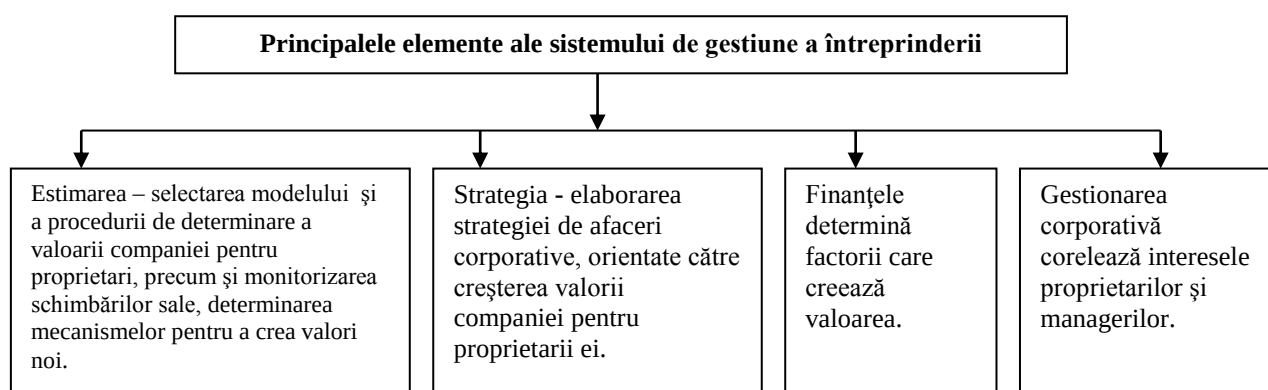


Figura 1.5 Elemente ale sistemului de gestiune a întreprinderii

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [49].

D.Arnold [45] identifică trei elemente-cheie ale conceptului de gestiune a valorii:

1. Scopul predominant și constant al organizației – bunăstarea acționarilor pe termen lung.

2. Toate cheltuielile investite în active fixe, în dezvoltarea afacerii și în corporație în ansamblul său, trebuie să fie justificate și calculate. Valoarea pentru acționari este creată numai în cazul în care randamentul investiției depășește valoarea alternativă.

3. Sistemul de stimulente ar trebui să fie condiționat de indicatorii interni utilizați de către companie pentru a prognoza și măsura performanțele și să informeze managerii cu privire la măsura în care acest obiectiv de bază este îndeplinit, motivându-i pentru a maximiza pe termen lung bunăstarea acționarilor. Indicatorii externi ai activității companiei ar trebui să fie capabili să estimeze, în mod corect și transparent, rezultatele obținute și să arate potențialul de crearea valorii în viitor.

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

În continuare, analizăm mai detaliat unele dintre avantajele abordării valorice față de metodele alternative de gestiune a companiei.

1. Creșterea valorii devine un obiectiv pentru care este posibil să se realizeze îmbinarea eforturilor tuturor contractanților și negocierea compromiselor optime.

2. Abordarea valorică permite identificarea factorilor-cheie de influență asupra valorii (de exemplu, cele 20% de indicatori, care, în conformitate cu ”principiul Pareto”, definesc 80% din valoarea companiei) și în baza lor să se creeze un sistem de management al afacerii.

3. Abordarea valorică necesită o monitorizare constantă și maximă a activității companiei, care majorează semnificativ calitatea și eficiența procesului decizional (prin furnizarea informațiilor necesare pentru luarea deciziilor de către manageri și specialiști).

4. Conceptul de gestiune a valorii combină obiective de lungă și scurtă durată ale afacerii printr-o combinație a indicatorilor valorii și a profitului economic.

5. Utilizarea indicatorilor principali ai valorii permite nu doar determinarea punctelor de ”creștere economică”, dar, de asemenea, și toate cheltuielile și riscurile gestionării afacerii companiei.

6. Gestiunea valorii companiei presupune un sistem de compensație materială a angajaților, care va fi direct ”legată” de dimensiunea valorii create de fiecare angajat al companiei (prin identificarea, planificarea și controlul factorilor-cheie de influență asupra valorii în ”zonele de responsabilitate” a angajaților companiei). Anume, acest sistem de recompense ne poate ajuta să scăpăm de așa-numita ”problemă a agenților” (contradicție neeradicată în metodologiile alternative de management al afacerii între interesele proprietarilor de afaceri și angajați). În cazul în care recompensele materiale ale angajaților țin de factorii-cheie de influență asupra

valorii, ei devin cointeresați financiar în optimizarea lor și, prin urmare, în maximizarea valorii create în "zonele de responsabilitate" și, astfel, în maximizarea valorii întregii companii.

Controlul elementelor menționate necesită o analiză a metodelor existente și dezvoltarea de noi metode de estimare a valorii întreprinderii în scopul planificării obiectivelor orientate către maximizarea acesteia. Pentru a elabora un sistem eficient de management al valorii afacerii, este necesară deținerea unui instrument pentru măsurarea valorii de piață (juste) a companiei existente. Anume evaluarea afacerilor, asigurată de metode și algoritmi moderni, bazate pe asigurare informațională dezvoltată, poate și ar trebui să acționeze ca un astfel de instrument.

Atât gestiunea curentă, cât și adoptarea de decizii strategice eficiente trebuie să se realizeze din punct de vedere al estimării valorii întreprinderii. Evaluarea profesională pe plan mondial, mai întâi de toate, reprezintă un instrument pentru gestiunea companiei, o parte integrantă a procesului de gestiune a businessului. Activitatea estimatorilor autorizați profesioniști din țările cu economia de piață dezvoltată se bazează pe sloganul: "Fără evaluare nu există investiții, fără investiții nu este creștere economică, fără creștere economică stabilitatea politică este imposibilă".

În Standardele Internaționale de Evaluare, se indică: "analiza profesională efectuată de către evaluatori profesionali joacă un rol important pentru fundamentarea deciziilor luate de către participanții la piață. În lipsa unor informații fiabile, piața imobiliară nu poate funcționa în mod eficient. Utilizatorilor de servicii de evaluare, agenților de reglementare, autorităților guvernamentale, publicului obișnuit le este necesar să înțeleagă mai bine și să aprecieze rolul evaluatorilor profesioniști în funcționarea pieței imobilului. Instituțiile care îndeplinesc (desfășoară) funcțiile de reglementare în ceea ce privește evaluarea profesională ar trebui să ofere oportunități adecvate pentru dezvoltare, deoarece această profesie are o poziție importantă pentru buna funcționare a pieței imobiliare și, prin extensie, a economiei" [51].

Precum s-a menționat anterior, utilizarea metodelor tradiționale creează dificultăți în utilizarea evaluării în scopul gestiunii operaționale sau strategice a întreprinderii. Toate cele trei abordări clasice utilizate de către evaluatori au scop diferit, se iau în considerare diferiți factori ai valorii, precum și aspecte diferite ale activităților financiare, diferă, de asemenea, informația utilizată. Din aceste considerente, la coordonarea rezultatelor, sunt determinați factorii, care influențează cel mai mult valoarea obiectului evaluării (de exemplu, deținerea anumitor active, generarea fluxurilor de numerar sau poziția pe piață). Acest fapt crește subiectivitatea evaluării și motivează contestarea rezultatului. Această situație face ca experții să caute și să elaboreze o metodă de evaluare complexă, care ar lua în considerare o varietate de factori de influență asupra

valorii chiar, în procesul de calculare și ar combina avantajele fiecăreia dintre abordările clasice pentru evaluare.

Studiile internaționale arată că companiile care utilizează principiile de VBM, formulate în cadrul acestui concept, au un avantaj față de companiile din domenii de activitate similare, care utilizează forme tradiționale de organizare a afacerilor, drept urmare a utilizării unui sistem de organizare mai eficientă a afacerilor (Tabelul 1.1).

Tabelul 1.1 Caracteristici ale organizării afacerii în organizațiile tradiționale și cele care utilizează principiul VBM

Organizația tradițională	Organizația, orientată spre creșterea valorii
Distribuirea de resurse pentru proiecte	Alocarea de resurse pentru factorii ce influențează asupra creării valorii
Planificarea anuală a bugetului	Preponderența planificării strategice a resurselor
Resursele limitate și gratuite	Resursele nelimitate, dar scumpe
Managerii nu dețin informația deplină	Managerii dețin toată informația necesară
Posibilitățile de reducere a valorii nu sunt cunoscute și sunt uneori ignorate	Posibilitățile de reducere a valorii sunt identificate și sunt luate măsuri imediate pentru a le înlătura
Incoerența parțială a obiectivelor între subdiviziunile organizației	Obiectivele subdiviziunilor nu se contrazic
Rapoartele nu reflectă pe deplin informațiile necesare privind situația financiară a organizației	Prin intermediul sistemului echilibrat de indicatori se reflectă obiectivele, strategiile și, de asemenea, se evaluează realizarea lor.
Modelele de compensare pentru remunerarea personalului care nu sunt direct dependente de procesul de creare a valorii	Legătura reciprocă directă dintre remunerare și crearea valorii

Sursa: [117].

Cu toate acestea, conceptul de gestiune a valorii întreprinderii are, de asemenea, dezavantajele sale. Astfel, A. Mertens evidențiază următoarele puncte slabe ale acestei teorii:

1. Este extrem de dificil de a estima, în mod obiectiv, valoarea afacerii, deoarece se utilizează date prognozate despre fluxurile de profituri, actualizate la o rată de calcul actualizată;
2. Prețul de piață al acțiunilor reflectă valoarea capitalului acționar al companiei doar în condițiile unei piețe financiare informațional obiective și perfecte;

3. Mecanismele care corelează bunăstarea managerului, cu valoarea de piață (justă) a companiei nu sunt întotdeauna eficiente. Managerii pot manipula informațiile, ceea ce duce la o creștere a prețului de piață al acțiunilor în propriile lor interese;

4. Proprietarul nu este întotdeauna interesat de creșterea valorii afacerii sale. Pe principiul ”pasărea din mână”, interesele unor proprietari pot fi limitate doar la consumul curent, și nu la o creștere a valorii pe termen lung. În plus, în lupta pentru putere, pentru mărirea cotei sale, proprietarul poate lua decizii care pot să provoace pierderi întreprinderii;

5. Deciziile care majorează valoarea afacerii nu sunt întotdeauna eficiente din punct de vedere social. Din dorința de a crește profiturile, companiile pot pretinde la putere de monopol asupra pieței, plăți fiscale mai mici, care nu prezintă interes public [74].

În plus, alți critici indică incapacitatea unuia dintre indicatori, chiar și agregat ai valorii, să reflecte toate aspectele și strategiile întreprinderii. Acești autori susțin conceptul de gestiune și estimare a valorii întreprinderii bazat pe sistemul de indicatori echilibrați, care ia în considerare factorii non-financiari, cum ar fi cota de piață, calitatea producției etc.

În același timp, A. Mertens și alți savanți eminenți recunosc faptul că valoarea întreprinderii este, în continuare, cel mai obiectiv dintre toate criteriile pentru estimarea eficienței deciziilor de management al afacerii (în special strategice) și, care ia în considerare interesele părților cointeresate.

Despre aceste neajunsuri, se pot spune următoarele:

1. În scopul gestiunii valorii întreprinderii, trebuie elaborată o metodă complexă de evaluare, care va lua în considerare diferiți factori ai valorii încă în procesul de calcul și ar combina avantajele fiecăreia dintre abordările clasice pentru evaluare. În opinia noastră, combinarea abordării prin metoda cheltuielilor (care determină valoarea de bază a companiei drept valoarea unui complex de proprietate), în combinație cu metodele de abordare prin venit, permite obținerea estimării valorii, care să ia în considerare toți factorii de creare a valorii: mărirea activelor nete, profitabilitatea (capitalului propriu, investițiilor, activelor totale), posibilele riscuri și impactul pieței de capital. Analiza comparativă a rezultatelor obținute prin metode diferite de estimare, permite justificarea deciziilor strategice, cum ar fi stabilirea zonelor de investiții, alegerea variantelor de a dispune de bunuri (vânzare, lichidare, reorganizare), schimbarea gamei de produse, precum și a deciziilor operaționale ce țin de motivarea personalului, și măsuri pentru a crește profiturile.

2. În scopul gestiunii, este necesară utilizarea estimării valorii întreprinderii, calculate pe baza unor informații privilegiate, ca fiind cea mai cuprinzătoare și, prin urmare, eficientă.

3. Utilizarea situațiilor financiare, întocmite în conformitate cu standardele internaționale și certificate de către auditori independenți, ar trebui să reducă posibilitatea de manipulare a informațiilor. Legătura dintre compensarea obligatorie a managementului și indicatorii pe termen lung elimină riscul de a lua decizii care să maximizeze rezultatele pe termen scurt în detrimentul celor pe termen lung.

4. Reglementarea antimonopol, perfecționarea legislației corporative și a sistemului de aplicare a legii trebuie să decidă al cincilea aspect, care, totuși, este comun tuturor sistemelor de determinare a eficienței activității întreprinderii.

Aplicarea cu succes a conceptului de VBM, de fapt, necesită o schimbare fundamentală a culturii corporative, în general. Rezultatele unui proiect de cercetare major în aplicarea în practică a VBM, realizat de Philippe Haspeslaf, Tomo Hodoy și Fares Baulos, a demonstrat că aplicarea practică a acestui program este mai complicat decât pare pentru susținătorii acestei teorii și necesită o mare răbdare, cheltuieli enorme de energie și bani. Potrivit autorilor studiului, toate companiile, unde se aplică cu succes programul VBM în practică, dețin cinci caracteristici de bază comune [116].

În primul rând, ei încearcă să-și îndeplinească clar și public obligațiile lor față de valoarea acțiunilor la bursă. În al doilea rând, prin formare, acestea creează un mediu receptiv la orice modificare care ar putea surveni din programul VBM. În al treilea rând, s-au făcut treninguri de formare mai eficiente prin conectarea acestora la o varietate de metode de încurajare, ce țin de criteriile de calitate a activității VBM în companie, care promovează un simț al proprietății atât în cadrul acesteia, cât și în timpul programului. În al patrulea rând, ei au recurs la schimbări semnificative a structurii organizatorice pentru a permite tuturor angajaților să ia o decizie în crearea de valori. În cele din urmă, modificările efectuate în sistem și-n procesul de funcționare a companiei au fost cuprinzătoare și semnificative, și nu sunt strict axate pe situațiile financiare și pe sistemul de compensare.

1.3. Interdependența conceptului de gestiune a valorii întreprinderii cu gestiunea corporativă

Pe măsura dezvoltării relațiilor de piață în țara noastră, un factor important al competitivității întreprinderilor autohtone, în perspectivă de lungă durată, constă în existența obiectivului fundamental al dezvoltării businessului – creșterea valorii sale reale și formarea unui sistem eficient de gestiune, orientat spre atingerea acestui scop. Experiența țărilor dezvoltate demonstrează că dinamica pozitivă a valorii întreprinderii (businessului) presupune funcționarea

durabilă și stabilă a acesteia, contribuie la creșterea bunăstării societății și dezvoltarea social-economică a țării.

Satisfacerea nevoilor clienților, urmărirea unei anumite «misiuni», formarea culturii corporative servesc doar ca mijloace necesare pentru atingerea scopului dat. Copierea directă a experienței țărilor cu economie dezvoltată și relații financiare stabilite nu este binevenită, iar fundamentarea insuficientă a deciziilor manageriale la nivel de întreprindere poate conduce la concluzii abstracte și la luarea deciziilor eronate. Este necesară o înțelegere profundă a evoluției proceselor economice la întreprindere, care să permită formularea recomandărilor fundamentate științific de perfecționare a acestora.

Gestiunea întreprinderii trebuie să includă managementul proceselor de formare a valorii, conform criteriilor de maximizare a acesteia în perspectivă de lungă durată. În știința economică, s-a format abordarea valorică a gestiunii întreprinderii (businessului) cu particularități principale. Gestiunea, de pe poziția acestei abordări, nu poate constitui o prerogativă exclusivă a aparatului de conducere, dar este menită să perfecționeze luarea deciziilor de management la toate nivelurile întreprinderii. În cadrul ei, din start, a fost inclusă premisa potrivit căreia luarea deciziilor «de sus în jos» nu aduce rezultatele scontate, în special în cadrul companiilor mari cu mai multe profiluri de activitate. O asemenea gestiune trebuie să mențină un echilibru rezonabil între obiectivele activității pe termen lung și scurt și, de facto, reprezintă, în sine, o reorganizare continuă orientată spre asigurarea unei dinamici pozitive a valorii întreprinderii. Gestiunea, de pe pozițiile indicate, necesită analiza metodelor existente și elaborarea celor noi de estimare a valorii întreprinderii în scopul planificării și stabilirii obiectivelor manageriale de maximizare a acesteia.

În țara noastră, pe măsura formării relațiilor de piață, situațiile, în care devine necesară utilizarea tehnologiei evaluării businessului, au început să apară considerabil mai des. În primul rând, dezvoltarea pieței imobiliare a generat cererea de determinare a valorii de piață (juste) a acesteia. Ulterior, dezvoltarea relațiilor de creditare, de asigurare și de arendă, vânzarea-cumpărarea imobilului, precum și a mașinilor și utilajului, elaborarea business-planurilor proiectelor investiționale, fuziunea și divizarea întreprinderilor, licitațiile și concursurile de vânzare a pachetelor de acțiuni ale întreprinderilor, procedura falimentului și o multitudine de alte situații ce apar în practica de gospodărire au condiționat necesitatea unei evaluări sigure a proprietăților.

Recent, determinarea valorii era analizată separat de scopurile și obiectivele managementului strategic și ale celui financiar. Însă, în prezent, metodele și procedeele elaborate sunt insuficiente pentru relațiile economice modificate. De aceea, este necesară extinderea

arsenalului de instrumente analitice, cu ajutorul cărora ar fi posibilă nu doar estimarea reală a valorii businessului, dar și gestiunea proceselor de maximizare a valorii acestuia. Insuficiența abordărilor tradiționale este provocată de influența mai multor factori: micșorarea ciclurilor de viață ale produselor și serviciilor, concurența crescândă, recesiunile economice globale, complexitatea instrumentelor financiare utilizate de către participanții pieței. Aceștia, precum și alți factori reclamă tot mai insistent noi abordări ale gestiunii întreprinderii.

Astfel, apare sarcina elaborării aparatului metodic de planificare, analiză și evaluare a eficienței deciziilor manageriale, din punct de vedere al abordării valorice. Aparatul metodic dat trebuie să includă, în particular, metode de depistare a indicatorilor-cheie ai activității de producție, care influențează valoarea businessului, și de determinare a sensibilității acestora față de parametrii mediului, precum și sistemul de monitorizare a gestiunii proceselor de majorare a valorii.

Mulți proprietari ai businessului din Republica Moldova și-au creat întreprinderile cu propriile forțe și reprezintă managementul de top ce participă la gestiunea operativă. Necesitatea de separare a proprietarilor de gestiunea operativă este condiționată de îmbătrânirea naturală a acționarilor, de dorința de a profita cât sunt în viață de rezultatele muncii lor.

Separarea proprietarilor de gestiunea operativă este posibilă cu ajutorul formării mecanismelor de control și edificării sistemului de gestiune. De asemenea, putem constata că mulți proprietari au o viziune eronată despre faptul că ei controlează businessul, odată ce participă la gestiunea operativă.

Proprietarul controlează realmente afacerea, dacă a reușit să construiască un mecanism de control și sistemul de management. În lipsa acestora, participarea la gestiunea operativă rezidă în puține lucruri: controlul doar a 5-7 factori, or mai mult proprietarul fizic nu este capabil să controleze, nu poate schimba calitativ situația într-un sistem de gestiune modernă. Din această cauză, constituirea sistemului de gestiune și a mecanismelor de control este una din cele mai importante sarcini ale gestiunii corporative.

Soluționarea problemelor globale ale businessului modern necesită unificarea eforturilor, implicarea altor proprietari și atragerea investițiilor. Crearea atractivității investiționale este încă o sarcină foarte importantă a gestiunii corporative în țara noastră.

Reducerea ratei dobânzii conduce la deplasarea centrului de greutate de la tranzacțiile de o singură dată, la obținerea profitului de durată lungă și capitalizare (Figura 1.6). De fapt, valoarea afacerii constă în valoarea profiturilor viitoare, calculate ținând cont de valoarea în timp a banilor.

Orientarea spre capitalizare conduce la faptul că toate deciziile manageriale nu sunt privite din punct de vedere al profitabilității curente, ci din punct de vedere al influenței asupra capitalizării. De asemenea, apare problema lichidității capitalizării, adică a posibilității de transformare a acesteia în bani în cazul apariției unei asemenea necesități.

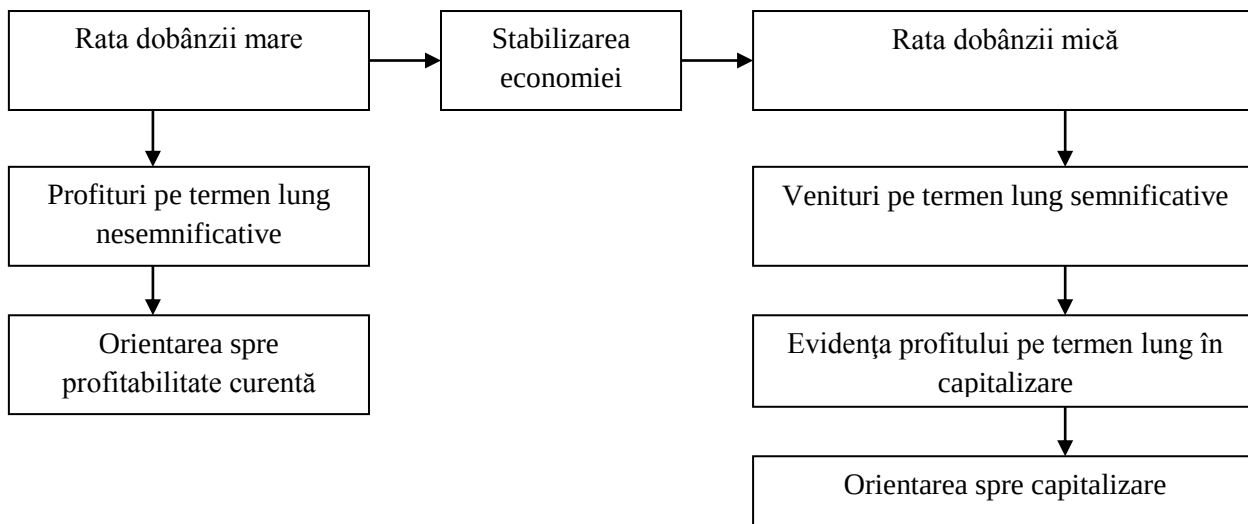


Figura 1.6 Necesitatea gestiunii valorii

Sursa: [95].

În luarea unei decizii, este necesară fixarea obiectivului. De exemplu, obținerea unui profit pe termen lung sau asigurarea fluxului de numerar, sau soluționarea problemelor curente ale businessului. Primul obiectiv este scopul strategic. Al doilea și al treilea – obiective operative, realizarea cărora este necesară pentru atingerea scopului strategic. Din aceste considerente - în primul rând, se determină necesitatea curentă.

Dacă necesitatea curentă este creșterea capitalizării, atunci se cercetează piețele, posibilitățile și condițiile de vânzare. Doar în baza acestor factori se formează și se analizează arealul potențialei alegeri.

Pentru obiectele arealului potențialei alegeri, se determină factorii ce influențează negativ valoarea. Se estimează gradul de impact al acestora și se examinează posibilitățile de suprimare integrală sau parțială a unor asemenea factori.

În continuare, este investigat efectul suprimării factorilor distructivi, analizându-se rezistența efectului față de factorii de risc și force major. Decizia se ia în baza considerării efectelor finale, a riscului și investițiilor.

Valoarea businessului se transformă în numerar prin intermediul vânzării integrale sau parțiale a afacerii. În special, se vinde pachetul de acțiuni. Acțiunile se vând cel mai ușor pe piețele de capital. Cu cât sunt mai dezvoltate piețele financiare, cu atât mai ușor, ieftin și rapid

capitalizarea se transferă în numerar. Accesul la piețele financiare este condiționat de un șir de cerințe, majoritatea cărora privesc protecția drepturilor acționarilor și transparența sistemului de gestiune.

Mecanismele de control și sistemul de gestiune aparțin instituțiilor de protecție a proprietății. Mecanismele de control se bazează pe:

- transparența fluxurilor: materiale și financiare, informațional-analitice, administrativ-manageriale;
- distribuirea împuternicirilor;
- echilibrul împuternicirilor și responsabilităților.

Transparența fluxurilor, mai exact, veridicitatea lor, se confirmă de verificarea de audit. Auditorii trebuie să se subordoneze acționarilor, dar nu puterii executive – în caz contrar, auditorii nu sunt stimulați să apere interesele proprietarilor. Business-procese trebuie să fie judicioase și accesibile percepției, chiar și pe calea divizării pe subprocese. Orice pată «oarbă» sau întunecată trebuie interpretată ca o posibilitate de diluare a profitului.

Distribuirea împuternicirilor exclude concentrarea exagerată a puterii. Echilibrul dintre împuterniciri și responsabilități permite solicitarea argumentării deciziilor luate.

Perioada de creare a capitalului inițial, deja, a fost depășită în țara noastră. Concomitent, există un șir de cauze obiective care revendică dezvoltarea și extinderea businessului. La acestea, se referă necesitatea desfășurării unor lucrări de cercetare-dezvoltare și de cercetări de marketing, de constituire și dezvoltare a rețelelor producătoare de produse, atragerea specialiștilor de calificare înaltă și de constituire a sistemului de gestiune. Toate acestea presupun investiții financiare semnificative și sunt realizabile doar pentru businessul mare.

Principiile de gestiune a valorii companiei sunt strâns legate cu principiile gestiunii corporative, care se dezvoltă în ultimul timp în țară. Experiența mondială a piețelor de capital, a celor mai mari bănci și alte instituții financiare demonstrează: standarde înalte ale gestiunii corporative - o cerință obligatorie a investitorilor față de potențialii parteneri – beneficiarii de investiții. Obiectivul perfecționării gestiunii corporative a devenit una din cele mai prioritare probleme ale businessului mare și mijlociu în ultimul deceniu.

Termenul «gestiune corporativă» este utilizat în diferite interpretări:

- mai îngustă (și teoretic strictă), care prezumă interpretarea gestiunii corporative ca sistem de relații reciproce între acționarii și managerii întreprinderii, orientat spre protecția intereselor acționarilor față de comportamentul oportunist al managementului. În acest context, atenția principală se acordă realizării drepturilor proprietății în cadrul controlului

corporativ și drepturilor controlului (distribuirea drepturilor între proprietari și management);

- mai largă, care presupune un sistem de relații reciproce ale managerilor cu toți investitorii financiari, adică acționarii și creditorii (inclusiv proprietarii altor valori mobiliare ale corporației);
- cea mai largă interpretare, care include în numărul participanților așa-numiții "stakeholder(s)", adică persoane influente, investitori financiari și non-financiari, care au interese proprii în corporație, și care influențează activitatea acesteia.

Conform definiției Băncii Mondiale, gestiunea corporativă întrunește în sine legislația, dispozițiile normative și practica de gospodărire în sectorul privat, ceea ce permite societății să atragă investiții, să realizeze eficient activitatea de gospodărire și, în așa mod, să continue funcționarea sa, acumulând valoare economică pe termen lung pe calea sporirii valorii acțiunilor, respectând totodată interesele acționarilor și ale societății, în general.

La mijlocul anilor 1980, a fost efectuată clasificarea sistemelor gestiunii corporative atât a celor orientate spre piață, cât și a celor orientate spre bancă [67, 101, p. 95]. La sistemele orientate spre piață, se referă acele economii, în care capitalizarea corporațiilor este determinată integral de piața de capital. Piața de capital se transformă în piață de control corporativ. Structura proprietății este dispersată și de tip outsider. În acest caz, fiecare din numărul mare de acționari deține în proprietatea sa un pachet nu prea mare de acțiuni ale companiei. Un exemplu clasic de sisteme orientate spre piață îl constituie SUA și Marea Britanie. Sistemele orientate spre piață cer, în mod obligatoriu, o piață de capital cu nivel înalt de lichiditate și un grad mare de dezvoltare a informației despre companie.

În sistemul orientat spre bancă, în mod tradițional, principala sursă de capital investițional pentru companie este banca. Piața de capital, în calitate de sursă investițională, deține un rol secundar. Structura proprietății este concentrată sau de tip insider. Aceasta înseamnă că drepturile de proprietate și/sau de control sunt concentrate în mâinile unui grup nu prea mare de persoane fizice, familii, manageri, membri ai conducerii, holdinguri, bănci sau alte instituții non-financiare. Exemple tipice de sisteme orientate spre bancă le reprezintă Germania și Japonia. Din cauza dezvoltării slabe a pieței de capital, Republica Moldova poate fi atribuită la grupul țărilor cu sistemul orientat spre bancă.

Către mijlocul primului deceniu al secolului XXI, premisele de bază pentru cercetări în domeniul gestiunii corporative s-au schimbat:

1. Mediul instituțional (forma de proprietate, sistemul legislativ, piața de capital, sistemul bancar) exercită o influență considerabilă asupra formării sistemului gestiunii corporative în economiile în tranziție.

2. O formă mai tipică de proprietate în lume este proprietatea concentrată. Acționarii principali sunt familiile bogate tradițional sau instituțiile financiare.

3. Are loc echilibrarea dintre rolul pieței de capital și cel al băncilor în finanțarea procesului investițional.

Potrivit sondajului bine cunoscutei companii de consulting McKinsey pe eșantionul a 200 cele mai mari companii investiționale, 75% dintre acestea consideră calitatea gestiunii corporative drept factor nu mai puțin important decât indicatorii financiar-economici. Privind țările cu economie în tranziție, în luarea deciziilor investiționale, acestea acordă prioritate calității gestiunii corporative. 80% dintre investitori sunt de acord cu un «adaos» prin calitatea gestiunii corporative la valoarea acțiunilor, și nu doar atât, mărimea premiului fiind în limitele de la 20 la 50% și mai mult, în funcție de dezvoltarea economică a țării. «Premiul» pentru o gestiune corporativă eficientă poate constitui până la 38% din valoarea acțiunilor companiei [117].

O altă cercetare, realizată în anul 2002 de către compania, de asemenea, renumită, Ernst&Young [70], a demonstrat că fondurile investiționale (atât directe/venture, cât și investițiile de portofoliu) acordă mai multă atenție structurii acționarilor și conducerii companiilor – obiecte ale investițiilor, decât nivelului lor de profitabilitate. În raport, era remarcat faptul că, după părerea respondenților, «transparența activității companiei se consideră mai importantă decât indicatorii optimali de bilanț». Mulți investitori au remarcat că premisele-cheie pentru investiții în companie sunt onestitatea și competența conducerii, precum și reputația impecabilă a acționarilor. Transparența insuficientă, abilitățile manageriale slabe și ineficiența gestiunii corporative au fost incluse în șirul factorilor care pot influența foarte negativ asupra adoptării deciziilor investiționale.

Astfel, putem afirma că factorul de bază al atractivității investiționale îl constituie o profitabilitate bună în condițiile unui risc rezonabil. De aceea, businessul companiei trebuie să fie rezistent și să asigure profituri pe termen lung, care trebuie să ajungă la investitori. Impedimente pentru acestea pot fi:

- greșelile de gestiune;
- ascunderea profitului;
- furtul.

Greșelile de gestiune apar în consecința unui sistem slab de gestiune, a experienței și calificării insuficiente ale conducerii, inclusiv, în primul rând, ale celei de vârf. Deosebit de critice sunt experiența și calificarea conducerii de vârf, întrucât de aceasta depinde calificarea și experiența personalului de mijloc și de jos, precum și faptul că personalul de jos și de mijloc nu dispune de posibilitatea de a comite greșeli de o așa amploare, accesibilă conducerii de vârf.

Ascunderea profitului și furtul se deosebesc între ele prin instrumentarul utilizat și se suprimă prin transparența fluxurilor material-financiare și mecanisme de control.

Pentru investitor este important ca profitul să se producă și să ajungă la locul de destinație. Respectiv, mecanismul atractivității investiționale asigură:

- poziționarea companiei;
- minimizarea riscurilor (greșeli de gestiune, ascunderea profiturilor și furtul);
- transparența situației pentru investitor.

Asigurarea atractivității investiționale costă bani, care, însă, conduc la scăderea prețului mijloacelor atrase, atât proprii, cât și celor împrumutate. Investirea în atractivitatea investițională este eficientă până în momentul când costurile marginale de asigurare a acesteia se apropie de avantajele marginale – reducerea valorii banilor atrași – din implementarea acesteia.

Susținătorii implementării principiilor gestiunii corporative afirmă: sistemul activ al gestiunii corporative este important ca unul din principalele instrumente de creare a valorii acțiunilor. Sporirea valorii companiei, care se exprimă prin capitalizarea sa în cazul unei piețe de capital lichide sau prin preț lichid posibil în lipsa pieței, este unul din obiectivele de bază, pe care și le propune proprietarul. Conform "Ghidului gestiunii corporative pentru proprietarii europeni – 2000", scopul managementului companiei este maximizarea valorii acțiunilor în perspectivă de lungă durată. În acesta și în alte documente asemănătoare, se remarcă faptul că acționarii trebuie să fie informați despre scopurile financiare, strategiile, perspectivele companiei, precum și despre sensibilitatea indicatorilor acesteia față de factorii de risc. Direcționarea cercetărilor în domeniul gestiunii corporative, ce țin de investigarea acestei probleme, a condus la apariția unei discipline științifice, care poartă denumirea de «management (gestiune) orientat spre crearea valorii» (Value-Based Management, abordarea VBM). Această concepție de gestiune, orientată spre îmbunătățirea calitativă a deciziilor strategice și operative la toate nivelurile organizației, care influențează factorii-cheie de influență asupra valorii. Funcția de bază, în limitele concepției VBM, constă în maximizarea valorii companiei.

Principiile de bază ale gestiunii corporative și-au găsit reflectare în metodele aplicate în cadrul abordării VBM. De exemplu, evaluarea atractivității investiționale a firmei după metodele abordării VBM este în concordanță cu aspectul-cheie al principiilor gestiunii corporative –

asigurarea fluxului de capital din exterior. Principiul dezvăluirii informației și transparenței presupune oferirea regulată a informației sigure și comparabile, care permite asigurarea controlului adecvat asupra activității întreprinderii și evaluarea calității gestiunii administrative. Anume, acest principiu permite, cu ajutorul metodelor gestiunii valorii, evaluarea eficienței managementului și asigurarea bazei pentru estimarea valorilor mobiliare.

Sarcina de bază a conducerii (proprietarilor) o constituie controlul asupra eficienței gestiunii administrației companiei. Metodele valorice de gestiune permit determinarea factorilor-cheie de influență asupra valorii, gradul de constituire/risipire ai acesteia. Analiza indicatorilor ce reflectă procesul de constituire a valorii, permite Consiliului de Directori al companiei și Adunării generale a acționarilor să controleze eficiența gestiunii administrației companiei. Deciziile strategice importante sunt analizate din punctul de vedere al influenței lor asupra valorii businessului – aceasta permite obținerea evaluării valorice integrate a consecințelor atât de perspectivă de scurtă durată, cât și de lungă durată, luarea în calcul a influenței asupra diferitelor direcții ale businessului ș.a. Pentru manageri, acestea servesc drept instrument de luare a deciziilor privind distribuirea operativă a resurselor întreprinderii. În consecință, prin aceasta se asigură legătura reciprocă dintre directori și blocul de gestiune al companiei.

Astfel, gestiunea corporativă bazată pe abordarea VBM permite sporirea atractivității investiționale a companiei, crearea fluxului de surse interne și externe de finanțare, asigurarea maximizării valorii companiei. De asemenea, creșterea valorii businessului poate constitui un scop, pentru atingerea căruia devine posibilă ajustarea intereselor diverselor grupe de participanți ai relațiilor corporative.

Sistemul eficient de gestiune corporativă, potrivit afirmațiilor experților Băncii Mondiale [111], va acționa fiecare pârgă de creare a valorii. În primul rând, utilizarea standardelor internaționale ale evidenței contabile deschide companiei accesul la o finanțare mai ieftină în băncile și instituțiile financiare occidentale. Auditul independent asigură nivelul necesar de încredere în evidența contabilă, în baza căreia se iau deciziile manageriale. Astfel, valoarea capitalului atras se reduce, fapt ce permite companiei să desfășoare proiecte, pe care nu le pot realiza concurenții săi din cauza valorii mai mari a capitalului atras.

În al doilea rând, sistemul eficient de gestiune corporativă sporește transparența companiei, ceea ce permite investitorilor să expună despre rezultatele financiare ale activității acesteia și despre procesele manageriale. Aceasta, la rândul său, conduce la creșterea siguranței companiei în ochii investitorilor, inspiră mai multă încredere în faptul, că aceasta este capabilă să asigure acționarilor un nivel adecvat de profitabilitate a investițiilor, facilitând, în așa mod, accesul la piața de capital.

În al treilea rând, aplicarea sistemului evidenței operative permite majorarea eficienței deciziilor luate pentru obținerea celui mai bun rezultat, dar, prin urmare, contribuie la majorarea rentabilității capitalului investit. Raportarea subordonată a managerilor acționarilor reduce riscul comportamentului oportunist al acestora la minimum. Și, în final, existența unui sistem eficient de gestiune corporativă îmbunătățește reputația, care reprezintă un activ nematerial suficient de valoros al companiei.

Problema privind determinarea exactă a calității gestiunii corporative și abordările față de evaluarea acestui parametru este destul de importantă. Rezultatele cercetărilor empirice pot fi interpretate în mod diferit, în funcție de sensul atribuit conceptului gestiunii corporative. Utilizarea indicatorilor integrali ai calității gestiunii corporative permite soluționarea parțială a acestei probleme. Flexibilitatea și neutralitatea acestor indicatori deschid perspective mai mari privind testarea ipotezelor în baza sintezei rezultatelor cercetărilor în acest domeniu.

Diverse aspecte ale gestiunii corporative, în ultimele decenii, au devenit obiectul mai multor cercetări empirice. Acest aspect este reflectat de faptul că comunitatea investițională a început să acorde mai multă importanță relațiilor companiei cu diferite grupuri de persoane cointerestate, precum și rolului deținut de gestiunea corporativă în dinamica capitalizării de piață a corporației și în sistemul managementului financiar.

În sfera academică, aceasta a găsit reflectare în forma unei direcții largi și destul de neomogene a cercetărilor empirice și teoriilor aplicative, care studiază legătura reciprocă dintre gestiunea corporativă și indicatorii eficienței financiare a companiei, atât pe piețele dezvoltate, cât și pe cele în dezvoltare. În pofida faptului că arealul dat de cercetare este destul de explorat, investigării interacțiunii indicatorilor agregați ai calității gestiunii corporative și indicatorilor financiari ai companiei i-au fost dedicate doar câteva lucrări activ citate. Relativ recent, șirul acestor lucrări era limitat la cercetările problemei date doar în țările dezvoltate. Articolele lui P. Gompers, J. Ishii și A. Metric [115], precum și ale lui R. Bauer, H. Gunster și R. Otten [109] aduc exemple de asemenea cercetări, bazate pe date ale companiilor alese aleatoriu dintr-o țară sau din rândul companiilor mai mari din mai multe țări.

În prezent, răspândirea largă a serviciilor de consultanță în domeniul gestiunii corporative și consolidarea rolului investitorilor instituționali au condus la creșterea numărului de lucrări dedicate gestiunii corporative și pe piețele în dezvoltare. Parțial, acest fapt a fost condiționat de apariția sintezelor competente de experiență a gestiunii corporative în țările în curs de dezvoltare, realizate de investitorii instituționali și agenții de rating.

În prezent, numărul cercetărilor, în care este studiată interacțiunea dintre indicatorii agregați ai calității gestiunii corporative și eficienței financiare la macronivel, este relativ

mic[108; 111; 114]. Din lucrările date, doar în una singură nu se regăsește legătura reciprocă dintre calitatea gestiunii corporative și eficiența financiară. Totodată, în altă lucrare, se remarcă că lipsa unui efect semnificativ, într-un șir de cercetări empirice la macronivel, este condiționată de eroarea sistematică în formarea selectării, precum și de problema caracterului endogen, provocat de faptul, că între calitatea gestiunii corporative și eficiența financiară, există atât legătură directă, cât și legătura inversă de cauză-efect.

În majoritatea cercetărilor macroeconomice, suficient de ajustat, sunt stabilite următoarele concluzii de bază:

1. Companiile din țările cu nivelul mediu avansat al calității gestiunii corporative demonstrează indicatori mai mari ai eficienței financiare;
2. Baza legislativă, calitatea mecanismelor de impunere a executării contractelor, regimul politic și nivelul dezvoltării economice constituie moderatori importanți ai relației reciproce dintre calitatea gestiunii corporative și eficiența financiară;
3. În țările cu un nivel mai mic de protecție a drepturilor investitorilor și acționarilor, influența calității gestiunii corporative asupra indicatorilor eficienței financiare este mai mare, adică gestiunea corporativă, până la limitele cunoscute, compensează nivelul slab dezvoltat al instituțiilor naționale legislative și executive.

Totodată, cercetătorii nu ajung la un consens în privința unui șir de alte probleme nu mai puțin importante. În particular, dacă A. Durnev și E. Kim remarcă prioritatea calității gestiunii corporative la nivel de firmă în raport cu caracteristicile sistemului național de gestiune corporativă în compartimentul influenței exercitate asupra eficienței financiare [114], atunci într-un șir de alte lucrări [113], este prezentat efectul diametral opus. De asemenea, în cercetările macroeconomice, este ignorat, în special, faptul că procedurile gestiunii corporative sunt strâns legate de caracteristicile mediului economic, politic și legislativ, ceea ce condiționează apariția problemei cu caracter endogen. Aceasta influențează, în mod considerabil, dezvoltarea ulterioară a teoriei, întrucât, de exemplu, dacă o parte a colectivelor de autori descoperă că, în țările dezvoltate cu nivel înalt al bunăstării economice, poate fi urmărită o legătură mai clară și stabilă între calitatea gestiunii corporative și eficiența financiară, atunci, alții observă dependența inversă. De asemenea, cercetările macroeconomice nu relevă suficiente dovezi pentru explicarea legăturii reciproce slabe dintre calitatea gestiunii corporative și eficiența financiară, confirmate de cercetările microeconomice, realizate în baza materialelor țărilor dezvoltate, în timp ce la macronivel se urmărește un efect considerabil și important.

De asemenea, există un șir de lucrări științifice în care este stabilită dependența dintre valoarea de piață (justă) a companiilor și calitatea gestiunii corporative a acestora. Această

concluzie a fost formulată atât în baza cercetărilor experienței unor țări în mod separat, cât și în baza analizei comparative a experienței mai multor țări. Este dovedit faptul că eforturile direcționate către majorarea calității gestiunii corporative au condus la reducerea marjei de profit, revendicate de investitori pentru risc, sau a costurilor lor de capital. Acest efect s-a manifestat pe piața de capital, de asemenea, în dinamica pozitivă a cursului de acțiuni [112].

Este stabilit că reducerea transparenței activității companiei atrage creșterea riscurilor și creșterea profitabilității investițiilor, cerute de proprietar, în timp ce companiile cu indicatori mai transparenți ai profiturilor și cu auditor independent au un nivel mai redus al profitabilității cerute [46]. De asemenea, a fost relevat faptul că companiile cu o cotă-parte a investitorilor instituționali mai mare au, de obicei, cota cheltuielilor în capitalul propriu, cerută pentru risc, mai mică, iar în companiile unde ponderea acționarilor cu pachete de acțiuni ce blochează – dimpotrivă, mai mare [66, p. 22]. Astfel, se poate concluziona că majorarea calității muncii Consiliului de Directori conduce la reducerea riscurilor și a marjei de profit pe capital, pe care investitorii o consideră minimal necesară în condițiile riscurilor investiționale în companie.

Mulți economiști de vază, precum: A. Damodaran, J. Jaegerev, T. Copeland, K. Walsh, abordează în mod diferit gestiunea valorii întreprinderii. Abordarea lui A. Damorand se bazează pe aplicarea, în gestiunea valorii patrimoniului companiei, a metodei fluxurilor de mijloace bănești actualizate. De aceea, la baza concepției lui A. Damorand, stau patru factori ce influențează valoarea:

- Fluxurile de numerar generate de activele disponibile;
- Ritmul așteptat de creștere a fluxurilor de numerar ce se formează din contul reinvestirii unei părți din profit sau al schimbării rentabilității capitalului investit;
- Schimbarea duratei perioadei de creștere majoră a fluxurilor de numerar;
- Schimbarea valorii patrimoniului din contul modificării riscului operațional al capitalului investit, al schimbărilor proporțiilor finanțării prin împrumut sau schimbării condițiilor de atragere a creditelor [21].

Abordarea lui T. Copeland, J. Morin și T. Kohler [31] se bazează pe analiza pentagramei restructurării structurale a întreprinderii. Punctul de pornire pentru analiză trebuie să fie evaluarea valorii curente a patrimoniului companiei examinate. Apoi, trebuie, după cum consideră autorii, estimată valoarea reală și potențială a companiei, luând în considerare ameliorările interne, bazate pe fluxurile bănești așteptate, și posibilitățile de majorare a valorii prin intermediul restructurării gestiunii finanțelor. Ulterior, aceste estimări trebuie raportate la valoarea acțiunilor companiei pe piața de capital, pentru a determina profitul potențial al

acționarilor din reorganizarea companiei. Această comparație trebuie să faciliteze determinarea discrepanței în perceperea perspectivelor companiei de către investitori și manageri.

O altă abordare, elaborată de K. Walsh [27], este fundamentată pe echilibrul dintre profit, active și creștere/dezvoltare. Managerilor întreprinderii li se recomandă să gândească din timp și să determine ritmurile maxime de creștere, cărora compania le poate face față în condiții de rezistență. Potrivit acestei abordări, pentru ritmul de creștere dat, fluxurile de numerar din activitatea de bază trebuie să fie în stare de echilibru. Acest model permite managerilor să se concentreze asupra factorilor fundamentali de care depinde starea generală a companiei, iar aceștia țin de profit, activele curente și ritmurile creșterii.

Abordarea lui J. Jaegerev este bazată pe analiza sensibilității componentelor ciclurilor de producție și financiar ale întreprinderii: durata ciclului de producție, perioada de rotație a materialelor, producției neterminate și producției gata, durata ciclului financiar, perioada de recuperare a avansurilor oferite (furnizorilor) și creanțele pe termen scurt, perioada de recuperare a avansurilor permite de la cumpărători și datorii pe termen scurt, dimensiunile creanțelor pe termen scurt și a datoriilor comerciale pe termen scurt și a ratei de actualizare.

La lacunele abordărilor existente ale gestiunii valorii întreprinderii, pot fi atribuite problemele ignorate de acestea privind elaborarea de către manageri a deciziilor în situațiile alegerii între două alternative, de exemplu, problemele alegerii prioritare între investițiile în active, plata obligațiunilor și dividendelor, alegerea dintre sursele de mijloace bănești disponibile investite în active, generatoare de venit, dar mai puțin lichide, sau în active lichide, dar generatoare de profit mai mic, și multe alte probleme importante.

În Republica Moldova, de problemele cercetărilor științifice în domeniul valorii și evaluării valorii se preocupă doi specialiști relevanți: Natalia Băncilă și Svetlana Albu. N. Băncilă, în 2007, a susținut teza de doctor habilitat pe tema "Teoria și practica de evaluare a unităților economice în baza cerințelor actuale bancare" [47]; S. Albu în anul 2012 a susținut teza de doctor habilitat pe tema "Evaluarea și gestiunea eficientă a patrimoniului public în Republica Moldova" [44].

În lucrarea Nataliei Băncilă au fost cercetate și aprofundate bazele conceptuale ale activității de evaluare, cercetate și clasificate principiile fundamentale și tipurile de valori ce stau la baza activității de evaluare. De asemenea, în lucrarea dată, au fost investigate aspectele organizatorice ale activității de evaluare, precum și experiența autohtonă și internațională de aplicare a standardelor de evaluare. În lucrare, au fost determinate locul și rolul evaluării întreprinderii în activitatea băncilor comerciale și corelarea acesteia cu politica de credit. În prezenta lucrare, sunt cercetate problemele utilizării corecte a metodelor de evaluare în procesul

determinării valorii garanției de credit în scopul evitării supraaprecierii și subaprecierii garanției. În lucrare, sunt prezentate propuneri și recomandări pentru utilizarea Sistemului-Expert de evaluare financiară a întreprinderii, elaborat de autor, a metodelor de evaluare a garanției de credit, precum și recomandări privind perfecționarea politicii creditare, a mecanismului de creditare, a managementului bancar în vederea îmbunătățirii relațiilor reciproce cu clienții și reducerea riscului creditar.

Pe lângă acestea, câteva din propunerile aduse în lucrarea respectivă ne par interesante în cadrul cercetării noastre. De exemplu, propunerea că, pentru utilizarea deplină a metodelor de evaluare prin metoda abordării veniturilor în condițiile economice ale Republicii Moldova se recomandă:

- crearea bazei metodologice pentru utilizarea acestor metode, luând în considerare nivelul inflației și al ratelor, creșterea economică, indicii prețurilor;
- includerea riscurilor diversificate în componența prognozei fluxurilor de numerar și includerea scenariilor de prognoză (optimiste și pesimiste) în componența factorilor macroeconomici;
- crearea metodologiei corespunzătoare de determinare a coeficientului β în calculul premiilor pentru risc, specifice diverselor ramuri ale economiei naționale, ținând cont de tipul și dimensiunea riscului ramural.

Pentru a avea un spectru mai larg de patrimoniu pentru comparare, este necesar, după părerea doctorului habilitat N. Băncilă:

- crearea bazei unice de date privind rezultatele activității întreprinderilor, grupate după ramurile (sectoarele) economiei naționale, ceea ce va contribui, îndeosebi, la aplicarea metodelor abordării comparative, dar și a metodelor incluse în metoda abordării prin venituri;
- selectarea și clasificarea multiplicatorilor valorici, luați în considerare la determinarea valorii, care vor corespunde condițiilor pieței în dezvoltare și care vor reflecta mai exact performanțele întreprinderii.

Albu Svetlana în cercetările sale cu privire la evaluare a propus o nouă paradigmă în evaluarea patrimoniului ca urmare a delimitării curenților teoriei evaluării la etapa contemporană, argumentării corectitudinii axării teoriei evaluării pe valoarea bazată pe entropie joasă, elaborării metodei de estimare a valorii reale a bunurilor în baza valorii entropice, clasificării bazelor de evaluare conform teoriei evaluării propuse. Este foarte importantă propunerea autorului cu privire la modalitățile de evaluare a patrimoniului public în cadrul economiilor emergente ca urmare a evidențierii particularităților evaluării patrimoniului public și elaborării metodologiei de evaluare a patrimoniului public din Republicii Moldova în

conformitate cu Standardele Internaționale de Evaluare (SIE), estimării valorii prin aplicarea logicii mulțimilor vagi (fuzzy logic).

În cercetarea noastră am examinat investigațiile Dnei S.Albu cu privire la dezvoltarea teoriei evaluării în conformitate cu noile realizări ale teoriei economice.

Considerăm că o importanță majoră o are sistematizarea particularităților evaluării diferitor categorii de bunuri în funcție de etapa procesului de evaluare, elucidarea problemelor evaluării patrimoniului public în Republica Moldova și elaborarea propunerilor de ordin legislativ și metodologic de îmbunătățire a procesului de evaluare, adaptarea standardelor internaționale de evaluare a patrimoniului public la condițiile Republicii Moldova, demonstrarea aplicabilității reduse a metodei extracției pentru determinarea ratei de actualizare în condițiile unei economii emergente, elaborarea sistemului-suport de decizii pus la baza programului computerizat interactiv pentru luarea deciziilor multicriteriale și optimizare evolutivă OPTIMCLASS, precum și elaborarea modelului de eficientizare a activității manageriale operative ce vizează obiecte de patrimoniu public a autorului menționat. Ambele cercetări ne-au permis să selectăm cele mai impăortante momente în vederea includerii acestora în în vestigația noastră sub formă de sinteză a celor mai relevante idei.

1.4. Concluzii la Capitolul 1

Generalizând cele expuse în capitolul dat, putem propune următoarele concluzii de bază:

1. 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.

2. Cunoașterea valorii intrinseci este necesară oricărei întreprinderi pentru gestiunea valorii, dar, în mod deosebit, prezintă importanță pentru anumite tipuri de companii, pentru care determinarea acesteia este dificilă din anumite cauze. De exemplu, pentru societăți pe acțiuni cu acțiuni cu un grad redus de lichiditate, societăți cu răspundere limitată și întreprinderile businessului mic.

3. Abordările tradiționale ale gestiunii întreprinderii, în prezent, din cauza acțiunii unei multitudini de factori, nu mai sunt aplicabile. Actualmente, există sarcina elaborării aparatului metodic de planificare, analiză și evaluare a eficienței deciziilor manageriale din punct de vedere al abordării valorice. Aparatul metodic dat trebuie să includă în sine, în particular, metodele de evidențiere a indicatorilor-cheie ai activității de producție, care influențează asupra valorii businessului, și de determinare a sensibilității acestora față de parametrii mediului, precum și sistemul de monitorizare a gestiunii proceselor de sporire a valorii.

4. Aplicarea concepției gestiunii valorii întreprinderii denotă atât beneficii, cât și neajunsuri. Principalele avantaje ale abordării valorice pot fi considerate următoarele:

- abordarea valorică permite determinarea factorilor-cheie de influență asupra valorii și crearea în baza lor a sistemului de gestiune a businessului;
- abordarea prin metoda valorii necesită realizarea în permanență a unui monitoring maximal deplin al activității companiei, ceea ce sporește semnificativ calitatea și eficiența deciziilor luate;
- utilizarea indicatorilor-cheie ai valorii permite determinarea nu doar a punctelor de ”creștere”, dar și luarea în calcul a tuturor cheltuielilor și riscurilor de gestiune a businessului companiei;
- gestiunea valorii companiei presupune un asemenea sistem de compensare materială a angajaților companiei, care să fie direct ”legată” cu dimensiunea valorii create de fiecare colaborator al companiei, fapt ce permite anihilarea așa-numitei ”probleme a agenților”.

5. Concepția gestiunii valorii întreprinderii are, de asemenea, și unele neajunsuri:

- este dificil de a estima obiectiv valoarea businessului, întrucât sunt utilizate date de prognoză privind fluxurile de venituri, actualizate după rata de actualizare calculată;
- valoarea de piață (justă) a acțiunilor reflectă exact valoarea capitalului acționar al companiei doar în condițiile unei piețe financiare perfecte și obiectiv informate;
- mecanismele ce condiționează bunăstarea managerului de valoarea de piață a companiei nu sunt totdeauna eficiente;
- soluțiile de sporire a valorii businessului nu sunt mereu eficiente în plan social;
- incapacitatea unui singur indicator, fie și integrat, al valorii să reflecte toată complexitatea firmei și strategiile sale.

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

- înainte de toate, experiența internațională a demonstrat că VBM este una din cele mai perfecționate sisteme de gestiune a eficienței businessului;

- determinarea indicatorilor-cheie ai eficienței permite identificarea surselor de reducere și majorare a valorii, întrucât rezultatelor fiecărui business-proces le corespunde un anumit set de indicatori cantitativi, luați în calculul valorii totale a companiei;

- 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 distribuii clare a împuternicirilor și responsabilităților.

7. Principiile de gestiune a valorii companiei sunt strâns legate de principiile de gestiune corporativă, ce se dezvoltă, în ultimul timp, în țara noastră. Experiența internațională a piețelor de capital, a celor mai mari bănci și alte instituții financiare demonstrează: standardele înalte ale gestiunii corporative este o cerință obligatorie a investitorilor față de potențialii parteneri – beneficiarii investițiilor. Calitatea gestiunii corporative constituie un factor nu mai puțin important decât indicatorii economico-financiari.

8. Cercetările științifice dedicate analizei relației reciproce dintre indicatorii calității gestiunii corporative și eficiența financiară au relevat, că companiile din țările cu nivelul mediu avansat al calității gestiunii corporative demonstrează indicatori mai mari ai eficienței financiare, iar în țările cu un nivel mai mic de protecție a drepturilor investitorilor și acționarilor, influența calității gestiunii corporative asupra indicatorilor eficienței financiare este mai puternică, adică gestiunea corporativă, până la limitele cunoscute, compensează laturile mai slabe a instituțiilor naționale legislative și executive.

2. ASPECTE PRACTICE DE GESTIUNE A VALORII ÎNTREPRINDERII ȘI DETERMINAREA VALORII PRIN INTERMEDIUL EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII

2.1. Aspecte metodologice ale estimării valorii întreprinderii

În scopul gestionării valorii afacerii, este nevoie de un instrument cu care aceasta va fi măsurată. Această cerință o îndeplinește evaluarea întreprinderii.

Conform Legii Republicii Moldova nr. 989-XV din 18.04.2002 ”Cu privire la activitatea de evaluare”, prin evaluare se înțelege procesul de determinare a valorii obiectului la o anumită dată, ținând cont de factorii fizici, economici, sociali și de altă natură, care influențează valoarea. În același timp, în practica internațională, se folosesc mai multe abordări de bază pentru determinarea valorii întreprinderii – prin venit, cheltuieli și de piață (comparativă). În fiecare dintre acestea, există mai multe metode, care iau în considerare anumite caracteristici ale evaluării obiectului.

Principalele metode de evaluare a întreprinderii sunt prezentate în Figura 2.1

Concept	Venit	Cheltuieli	Piață
Abordarea	Abordare prin venit	Abordare prin cheltuieli	Abordare de piață (comparativă)
Metode	1. Profit viitor actualizat. 2. Fluxul actualizat de numerar viitor. 3. Capitalizarea profiturilor . 4. Capitalizarea fluxului de numerar.	1. Calcularea valorii activelor nete. 2. Calcularea valorii de lichidare.	Calculul coeficienților 1. Raportul dintre preț și profit. 2. Raportul dintre preț și fluxul de numerar. 3. Raportul dintre preț și venitul brut. 4. Raportul dintre preț și valoarea activelor. Analiza datelor referitoare la tranzacțiile efectuate în trecut cu acțiunile companiei.

Figura 2.1 Metode de evaluare a întreprinderii

Sursa: adaptată de autor pe baza sursei [34].

Potrivit unei analize comparative a abordărilor, pentru a evalua valoarea întreprinderii, se pot identifica avantajele și dezavantajele lor (Tabelul 2.1).

Tabelul prezintă avantajele și dezavantajele abordărilor tradiționale pentru evaluarea valorii întreprinderii. La o analiză comparativă a abordărilor tradiționale, pentru a evalua valoarea întreprinderii, putem observa că fiecare din ele prezintă atât plusuri, cât și minusuri.

Prin urmare, nici una dintre ele nu poate fi folosită drept una de bază. De aceea, pentru determinarea valorii finale a valorii de piață a întreprinderii, se analizează avantajele și dezavantajele abordărilor utilizate și calitatea informațiilor primite cu atribuirea fiecărei abordări a coeficientului de ponderare. Cu toate acestea, trebuie menționat faptul că atribuirea coeficienților este atutul evaluatorilor, adică au o dependență semnificativă asupra calificărilor și imparțialităților sale.

Tabelul 2.1 Analiza comparativă a abordărilor la evaluarea 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 amortizare. • Calculele se bazează pe situațiile financiare și contabile, adică rezultatele estimării 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 prognozei rezultatelor și costurilor viitoare. • Posibilitatea utilizării mai multor rate de profitabilitate, 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 continuare, vom examina mai detaliat fiecare abordare tradițională.

2.1.1. Particularitățile aplicării metodei de abordare prin venit în practica estimării valorii întreprinderii

Până nu demult, estimarea valorii a fost analizată separat de sarcinile și obiectivele gestiunii strategice și ale managementului financiar. Activitatea de evaluare a fost utilizată, în

special, în situațiile cerute de lege – în scopuri fiscale, pentru răscumpărarea acțiunilor de la acționari prin tranzacții de mari dimensiuni, la naționalizarea proprietății, la formarea capitalului social, la creditarea ipotecară a persoanelor fizice și juridice etc. Această estimare nu necesită o analiză profundă a proceselor de business în companiile evaluate și a riscurilor inerente afacerii.

Cu toate acestea, în ultimii ani, rolul evaluării a crescut brusc, iar aceasta se datorează introducerii unui nou concept de gestiune a întreprinderii –gestiune bazată pe valoarea întreprinderii. Ca parte a acestui concept, printre cele mai importante criterii de succes ale gestiunii este considerată maximizarea valorii de piață a întreprinderii. Experiența țărilor dezvoltate arată că creșterea valorii întreprinderii determină viabilitatea pe termen lung a funcționării sale, crește bunăstarea societății și dezvoltarea socio-economică a țării.

De obicei, performanța întreprinderii este evaluată pe baza analizei mai multor indicatori financiari, cum ar fi: profitul net, rentabilitatea investițiilor, valoarea de piață a întreprinderii. Cu toate acestea, la luarea deciziilor strategice, trebuie să se țină cont de avantajele și dezavantajele utilizării acestor indicatori în practică. Până nu demult, marea majoritate a autorilor străini (N. Bowman, S.Fischer, P.Dornbusch, V. Kovalev etc.), în calitate de indicator principal de performanță, analizau mărimea absolută a profitului. Deci, N. Bowman a remarcat, faptul că «...pentru organizațiile comerciale, orientarea-țintă, într-un fel sau altul, este legată de profitabilitatea businessului. Toate celelalte obiective vor fi, în cele din urmă, devansate de către subiectul economic în plan secund și se vor evidenția doar ca mijloace de realizare a profitabilității, deoarece aceasta din urmă determină existența, supraviețuirea și prosperitatea întreprinderii» [17].

Cu toate acestea, după cum au subliniat R. Braley și S. Myers în «Principiile finanțelor corporative», utilizarea profitului drept criteriu țintă prezintă o serie de dezavantaje:

- profitul nu reflectă fluxul real de numerar;
- la efectuarea calculului, nu se ține cont de investițiile efectuate în perioada de raportare, care necesită cheltuirea numerarului;
- dimensiunea profitului calculat depinde, în special, de tipul de profit, care este utilizat ca un indicator al eficienței gestiunii (contabil, fiscal, net etc.) și de sistemul de evidență contabilă utilizat în întreprindere;
- utilizarea diferitelor metode de evidență a amortizării de determinare a valorii, proprietății, defalcări pentru cercetare-dezvoltare, operațiuni valutare, a activelor achiziționate etc., poate duce la o denaturare a indicatorilor de contabilitate;
- indicatorii profitului reflectă rezultatele activității organizației pentru ultima perioadă de

timp, și nu posibilitățile și potențialul viitor [15].

Principalul dezavantaj al indicatorilor tradiționali (veniturile din vânzări, profit, rentabilitate, productivitate etc.), ale conceptelor de gestiune, îl constituie faptul că nu dețin criterii de eficiență legate reciproc. Consecința acestui fapt rezidă în dificultatea evaluării situației finale a întreprinderii, ca urmare a efectului cumulat al oricăror acțiuni luate pe baza acestor principii, nu este întotdeauna posibil să se compare banii cheltuiți cu rezultatele obținute. Acest lucru este evident în calculul indicatorilor de performanță: rentabilitate, randament și altele, care nu iau în considerare factorul uman, de care depinde eficiența utilizării tuturor tipurilor de resurse. Sistemul tradițional de indicatori, de asemenea, nu permite crearea unui sistem de motivare a personalului, care ar corespunde contribuției lor la realizarea funcționării eficiente a întregii organizații.

Pentru a evalua întreprinderea conform veniturilor se utilizează două metode: capitalizarea și actualizarea venitului (Figura 2.2).

Metoda capitalizării este utilizată atunci, când se așteaptă ca venitul viitor net sau fluxurile de numerar vor fi egale cu cele actuale sau rata de creștere va fi moderată și previzibilă. Iar veniturile sunt mărimi pozitive importante: se presupune că afacerea va face progrese constante. Profitul net este, de obicei, folosit pentru evaluarea întreprinderii în activele în care domină echipamentul care se amortizează repede. Companiile care dețin mult imobil, valoarea contabilă a cărora nu se reduce, ci rămâne, în mare parte, intactă, preferă să folosească fluxul de numerar.

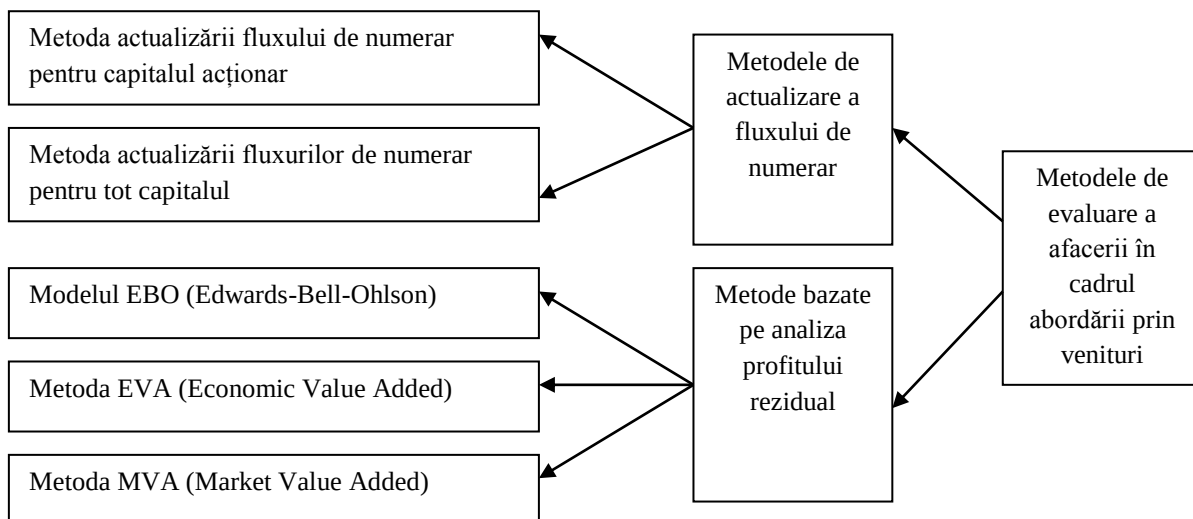


Figura 2.2 Metodele de evaluare a afacerii în cadrul abordării prin venituri și interdependența acestora

Sursa: [20]

Esența metodei de capitalizare constă în determinarea mărimii veniturilor anuale și a ratei de capitalizare ce corespunde acestor venituri, pe baza cărora se calculează prețul întreprinderii.

Concomitent cu aplicarea acestei metode, apar o serie de probleme, cum ar fi determinarea venitului net al întreprinderii, alegerea ratei de capitalizare. La calcularea venitului net, este importantă alegerea corectă a perioadei de timp pentru care se efectuează calculul. Ar putea fi câteva perioade din trecut, de obicei, cinci, dar pot fi utilizate date despre venituri pentru perioadele anterioare și prognozele pentru viitorul apropiat.

Un alt aspect dificil al acestei metode constă în determinarea ratei de capitalizare, care depinde, în mare măsură, de stabilitatea veniturilor întreprinderii, precum și de așa factori, ca nivelul inflației, riscurile etc. În cazul în care compania înregistrează o creștere de profit constant, se alege o rată de capitalizare mai mică, ceea ce conduce la o creștere a valorii de piață a întreprinderii și, invers, în cazul profiturilor instabile rata capitalizării crește.

În unele cazuri, pentru evaluarea întreprinderii se utilizează volumul cifrei de afaceri. Aceasta este cel mai frecvent utilizată pentru determinarea valorii de piață a afacerii în sectorul de servicii. Uneori, pentru evaluarea companiilor pe acțiuni, se efectuează capitalizarea dividendelor. Această metodă este preferată pentru acționarii, care nu dețin pachetul de control de acțiuni, deoarece pentru ei este mai importantă mărimea dividendelor, fiindcă nu pot influența politica întreprinderii privind plata dividendelor. Pentru acționarii, care dețin pachetul de control, este mai rațională utilizarea metodei de capitalizare a venitului net pentru determinarea valorii de piață (juste) a întreprinderii.

Principalul avantaj al metodei de capitalizare a venitului rezidă în faptul că aceasta reflectă profitabilitatea potențială a afacerii, permite să se ia în considerare riscul întreprinderii și ramurii. Cu toate acestea, metoda respectivă nu este adecvată pentru companiile în creștere rapidă.

Determinarea valorii întreprinderii prin metoda actualizării fluxurilor de numerar este bazată pe ipoteza că potențialul investitor nu va plăti pentru afaceri o sumă mai mare decât valoarea curentă a veniturilor viitoare din această afacere. Proprietarul nu va vinde afacerea la un preț sub valoarea curentă a veniturilor viitoare scontate. În urma acestei interacțiuni, părțile ar trebui să ajungă la un acord privind un preț de piață egal cu valoarea actuală a veniturilor viitoare.

Evaluarea de piață a afacerii depinde de perspectivele sale. Atunci când se determină valoarea de piață (justă) a afacerii este luată în considerare doar acea parte din capitalul care poate duce venituri într-o formă sau alta în viitor. Este foarte important stadiul de dezvoltare a afacerii în care proprietarul începe să obțină venituri și riscul pe care îl implică. Metoda actualizării fluxului de numerar (RFN) permite a lua în considerare toți acești factori ce se reflectă asupra evaluării afacerii.

Această metodă de evaluare este cea mai potrivită din punct de vedere al motivelor de investiții, întrucât orice investitor care a investit banii într-o întreprindere activă, în final, nu primește un set de active, format din clădiri, utilaje și echipamente, imobilizări necorporale, ci un flux de profituri viitoare, care îi permite să-și restituie mijloacele investite, să obțină profit și să-și sporească bunăstarea sa. Din acest punct de vedere, toate întreprinderile, indiferent de sectorul industriei din care fac parte, produc un singur tip de producție – bani.

Modelul RFN este un instrument esențial al managementului financiar al întreprinderii, deoarece, alături de un model formal flexibil de creare a valorii întreprinderii, aceasta oferă managerului analitic sau financiar posibilitatea de a identifica factorii de valoare – indicatorii financiari, la schimbarea cărora este mai sensibilă semnificația valorii. Astfel, analiza indicatorilor financiari ai întreprinderii, pe baza acestui model, permite nu numai determinarea valorii reale al acțiunilor unui emitent, dar, de asemenea, aflarea motivelor pentru această situație, precum și completarea estimării valorii prin analiza caracteristicilor de risc. Pe de altă parte, utilizarea modelului ca un instrument de management financiar, gestiunea financiară corporativă oferă o oportunitate de a elabora tactici și strategii de management financiar, axat pe maximizarea valorii întreprinderii.

Metoda RFN poate fi utilizată pentru a evalua orice întreprindere. Cu toate acestea, există situații în care această metodă oferă rezultatul obiectiv al valorii de piață (juste) a întreprinderii. Aplicarea acestei metode este mai corectă în evaluarea companiilor, care se află în procesul de creștere și /sau de dezvoltare economică durabilă. Această metodă este mai puțin aplicabilă în evaluarea întreprinderilor care suferă pierderi sistematice (deși valoarea negativă a afacerii, de asemenea, poate constitui un motiv de luare a deciziilor manageriale). Ar fi corect să se respecte precauții rezonabile în aplicarea acestei metode pentru evaluarea noilor întreprinderi, chiar și promițătoare. Lipsa unei imagini cu privire la profit împiedică prognozarea obiectivă a viitoarelor fluxuri de numerar ale afacerii.

Metoda actualizării fluxurilor viitoare de numerar se utilizează atunci, când există o prognoză întemeiată a acestora. Încasările de numerar sunt convertite la valoarea curentă prin calcul, luând în considerare creșterea așteptată și perioada obținerii profiturilor, riscul asociat cu fluxul de profit, precum și valoarea banilor, în funcție de timp.

În prezent, în diverse publicații, sunt prezentate diverse puncte de vedere asupra problemei estimării valorii de piață (juste) a întreprinderii, a valorii acțiunilor întreprinderii, obiective și domenii de aplicare a acestor criterii pentru dezvoltarea întreprinderii. Valoarea de piață (justă) a oricărui activ este prețul pe care investitorul (cumpărătorul) este dispus să-l plătească pentru acest activ. Pe acest investitor, îl interesează ce va rezulta în urma utilizării

activului în viitor, ce fel de flux de numerar este generat de activul în cauză și modul în care este distribuit în timp. Folosind două concepte financiare de bază (valoarea în timp a banilor și relația riscurilor cu profitabilitatea), permite determinarea așteptărilor investitorilor drept disponibilități de numerar actualizat (V), generat de activul dat în viitor [63, p.33]:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

unde, FCF exprimă valoarea fluxului disponibilităților de numerar în perioada prognozată;

r – rata de actualizare;

t – intervalul perioadei de prognozare (exploatarea activului).

Această formulă poate fi utilizată la evaluarea oricărui activ și a întreprinderii în întregime.

Indicatorul Cash Flow (fluxul de numerar) este cel mai adecvat pentru determinarea valorii întreprinderii din punct de vedere a abordării prin venit, deoarece acesta constituie un indicator global pentru estimarea valorii întreprinderii: sursa de formare și consum a fluxului de numerar este activitatea de producere, de investiții și financiară a întreprinderii. În plus, trebuie remarcat faptul că Cash Flow denotă doar modificările reale ale fluxului de numerar, și anume, schimbările în raportul de venituri și deduceri (ieșiri), și nu doar datele referitoare la operațiunile înregistrate în evidența contabilă (vânzări, cheltuieli, profit, pierderi) [36].

Eficiența operațiunilor depinde de toate fluxurile libere de numerar, definite ca profit din operațiunile de după impozitare (NOPAT), minus suma investițiilor necesare în capitalul circulant și imobilizările corporale. Astfel, circulația liberă a numerarului reprezintă resursele financiare care sunt, de fapt, disponibile pentru a fi distribuite între investitori. Prin urmare, modul în care managerii pot adăuga valoare companiilor lor pentru ei constă în majorarea disponibilităților de numerar [63].

$$\text{Fluxul operațional de numerar} = \text{NOPAT} + \text{Amortizarea}$$

$$\text{Investițiile brute} = \text{Investițiile nete} + \text{Amortizarea}$$

$$\text{Disponibilitățile de numerar} = \text{Disponibilitățile operaționale de numerar} -$$

$$\text{Investițiile brute} = \text{NOPAT} - \text{Investițiile nete} \quad (2.2)$$

Disponibilitățile de numerar reprezintă volumul mijloacelor disponibile pentru a fi distribuite investitorilor. Prin urmare, valoarea (prețul) capitalului investit în întreprindere depinde de disponibilul viitor de numerar. Valoarea unei întreprinderi depinde, în primul rând, de disponibilul de numerar viitor.

Răspunsul la întrebarea dacă este rău ca fluxul de numerar să fie negativ depinde de cauza din care fluxul a fost negativ. Dacă acesta a fost negativ din cauză că profitul operațional

net după impozitare a fost mic, atunci este un semn rău, pentru că întreprinderea poate avea dificultăți cu activitatea de bază. Cu toate acestea, la multe întreprinderi în creștere, valoarea NOPAT este pozitivă, dar fluxul de disponibilități de numerar este negativ, pentru că acestea efectuează investiții semnificative în activele operaționale pentru a susține creșterea economică. Această creștere «profitabilă» este binevenită.

Determinarea faptului dacă creșterea este «profitabilă» este posibilă prin examinarea rentabilității capitalului investit (ROIC), care este raportul dintre valoarea NOPAT și capitalul operațional. În cazul în care rentabilitatea capitalului investit depășește rata de profitabilitate necesară pentru investiții atunci fluxul negativ de numerar cauzat de creșterea rapidă, nu prezintă nici o problemă.

Pentru calculul rentabilității capitalului investit, trebuie să se calculeze, în primul rând, venitul net din operațiunile de după impozitare și capitalul operațional. Rentabilitatea capitalului investit este o măsură de eficiență, care arată cât profit net din operațiuni creează fiecare leu din capitalul operațional net [15, p.73].

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capitalul operațional net} \quad (2.3)$$

În cazul în care ROIC este mai mare decât rata profitabilități solicitată de investitori, atunci întreprinderea creează capital suplimentar sau, cum se mai spune, valoare adăugată. Rata profitabilității cerută de investitori este definită ca costul mediu ponderat al capitalului (WACC). Mărimea sa depinde de riscul întreprinderii și de nivelul general al ratelor dobânzilor din economie. Cu cât este mai mare riscul și nivelul global al ratelor dobânzilor, cu atât este mai mare valoarea WACC [15, p. 73].

Pentru a obține mărimea definitivă a valorii de piață (juste) a întreprinderii, s-au introdus o serie de ajustări:

1. Dacă se utilizează modelul de actualizare a fluxului de numerar investit fără datorii, atunci valoarea de piață găsită (PV) se referă la total capital investit, adică, include nu doar valoarea capitalului propriu, dar, și valoarea obligațiunilor pe termen lung a întreprinderii. Prin urmare, în scopul de a obține valoarea capitalului propriu, este necesar să se scadă din valoarea determinată, valoarea datoriei pe termen lung.
2. Mărimea calculată, utilizând metoda fluxului de numerar actualizat, reprezintă valoarea întreprinderii, care nu include costul unor active redundante și non-performante, care nu participă direct la generarea de venituri. Aceste active sunt evaluate separat, iar rezultatul se adaugă la valoarea de piață (justă) a întreprinderii. Tot în această etapă, se efectuează ajustarea valorii privind indicatorii de control și de lichiditate.

Metoda de evaluare a întreprinderilor, pe baza veniturilor viitoare actualizate, prezintă o

serie de avantaje și dezavantaje. Ea reflectă profitabilitatea viitoare a întreprinderii, fapt care cel mai mult îl interesează pe investitor. Totodată, se iau în considerare riscul de investiție, inflația și situația de pe piața prin prisma ratei de actualizare. Metoda dată permite să se ia în considerare amortizarea morală a întreprinderii, indicator al căreia este depășirea valorii de piață (juste) obținute prin metoda de acumulare a activelor față de valoarea de piață (justă) obținută prin metoda actualizării veniturilor viitoare. Practica mondială arată că această metodă este cea mai bună pentru a determina valoarea de piață (justă) a întreprinderii, dar utilizarea sa este complicată din cauza complexității efectuării unei prognoze suficient de precise.

Folosirea actualizării fluxurilor presupune că valoarea cantitativă a acestora pe toate perioadele actualizate este cunoscută cu exactitate. În practică, punerea în aplicare a acestei precondiții este puțin probabilă, întrucât este imposibil să se prevadă cu exactitate performanța financiară a întreprinderii în viitor. Din aceste considerente, pentru a reduce necesitatea de a utiliza valorile prognozate, fluxurile pot fi împărțite în două tipuri. Pentru următorii câțiva ani, se prognozează rezultatele financiare ale întreprinderii, în detaliu, pentru fiecare perioadă. Pentru perspective mai îndepărtate, există un singur flux final, care constituie un rezultat simplificat al activității întreprinderii în viitor.

Deoarece valoarea întreprinderii depinde de veniturile viitoare, este deosebit de importantă prognozarea acestora. Prognozele și ipotezele ar trebui să fie recunoscute de către persoana care ia decizie și pentru care se efectuează evaluarea. Prognozarea într-o economie instabilă – nu este o sarcină ușoară. În unele țări, de multe ori, în schimbul prognozelor, se utilizează datele retrospective și un model static al abordării eficiente, unde se introduc coeficienții de corecție corespunzători. Un astfel de model nu este la fel de util în condițiile noastre actuale, pentru că este imposibil să se aducă orice informații de către coeficientul de corecție corespunzătoare unei crize profunde, până la valorile prognozate.

În calcule, există două etape de dezvoltare de perspectivă a întreprinderii: prognoza și post-prognoza. La perioada prognozată, se referă acea perioadă, în care este posibil calculul rezultatelor activității întreprinderii, cu un grad ridicat de precizie. În perioada post-prognoză, aceste calcule sunt aproximative.

Fluxul final creează așa-numita valoare terminală. Pentru majoritatea companiilor mari din Statele Unite, această parte a costurilor este extrem de importantă. Cota sa poate varia de la 40 până la 60% în evaluarea globală a întreprinderii [56]. Acest lucru se datorează faptului că se ia în considerare un număr mai mare de perioade, în comparație cu un interval de timp pentru fluxuri prognozate cu precizie. Previziunile detaliate sunt, de obicei, elaborate până la 10-12 ani, iar valoarea terminală preia restul activității întreprinderii, care poate dura la infinit. În Republica

Moldova, cota valorii terminale este, de asemenea, de aproximativ 40-50%.

La o abordare-standard, valoarea terminală depinde de trei parametri financiari: fluxul pe ultima perioada de prognoză, ratele de capitalizare și de prognoza creșterii pe termen lung a întreprinderii. Rata de capitalizare poate fi fixată la nivelul mediu al valorii capitalului. Ritmul de creștere pe termen lung este, de obicei, luat în intervalul cuprins între 4 și 6%. În acest caz, variațiile semnificației acestui parametru, între limitele inferioare ale intervalului până la cele superioare, adică 2 puncte procentuale, aduc la o schimbare substanțială a valorii terminale: în intervalul de la 4 până la 6% - o schimbare de 33%, în intervalul de 6-8% până la 25%, în intervalul de 16-18% până la 11%, în intervalul de 18-20% - 10% (conform cercetărilor S. Albu). Având în vedere ponderea valorii terminale menționată anterior, aceste fluctuații pot denatura aproximativ 20% din valoarea totală a întreprinderii. Astfel de sensibilitate a modelului, de care depind afacerile de valori mari la un singur factor, înaintează cerințe mai mari către elaborarea metodei de prognozare a valorii sale. În Republica Moldova, conform calculelor S. Albu, ratele de capitalizare sunt mai mari și fluctuațiile acestora în limitele 16 – 18% , aduc la o schimbare în valoare de piață de 3,5%, iar în intervalul 18 – 20% duc la schimbările valorii de piață de 3%.

În practică, în calitate de creștere durabilă a întreprinderii, se folosesc ritmuri de creștere pe termen lung a economiei sau ritmurile inflației. Cu toate acestea, această abordare comportă neajunsuri semnificative. În special, o astfel de rată a ritmului de creștere egalează șansele întreprinderii pentru dezvoltare peste 10-12 ani, ignorând diferențele în dinamica lor financiară și operațională, precum și setări-țintă de gestionare. În plus, utilizarea unor astfel de rate de creștere nu elimină problema determinării perioadei de timp necesare întreprinderii pentru a trece la o stare stabilă. Practicienii recunosc prezența acestor probleme, dar preferă să se resemneze cu existența lor. De aceea, putem afirma că situația privind modelarea ritmului de creștere, pe termen lung, a întreprinderii este la fel de paradoxală. Pe de o parte, există o influență semnificativă a acestui parametru a întreprinderii asupra valorii finale și o nevoie acută de mare precizie a evaluărilor sale. Pe de altă parte, până în prezent, există probleme foarte grave în prognozarea și utilizarea ritmurilor de creștere pe termen lung, iar modelul care s-ar ocupa, în mod adecvat, de înlăturarea lor, lipsește.

Unii savanți ruși (de exemplu, Pavloveț V.V.) evidențiază încă o metodă, care se referă la abordarea prin venit. Sensul estimării valorii de piață (juste) a imobilizărilor totale necorporale prin metoda profiturilor în exces constă în identificarea unei părți din profiturile întreprinderii obținute regulat (profituri excesive), care nu pot fi explicate prin prezența activelor corporale estimate la valoarea lor de piață și de a le capitaliza, estimând astfel capitalul încorporat în

imobilizări necorporale și care ar genera un flux de venituri în formă de profit. În acest caz, o înțelegere mai amplă a tuturor imobilizărilor necorporale, ca obiect al estimării, presupune că profiturile de altă proveniență, care nu explică influența activelor corporale, nu există [57].

Algoritmul corespunzător al metodei ”profiturilor în exces” se reduce la următoarele. Potrivit ramurii, din care face parte compania în cauză pentru mai multe perioade anterioare, se calculează indicatorul «eliminarea profiturilor din active nete corporale», care se reflectă prin coeficientul k_{ep} ce corelează profitul NOPAT al companiilor cu activele materiale nete NMA (Net Material Actives) sau cu valoarea contabilă a activelor calculată, cu excepția imobilizărilor necorporale, reflectate în bilanțul BVMA (valoarea contabilă a imobilizărilor corporale). În plus, în lipsa unor imobilizări necorporale, care sunt reflectate în situațiile financiare, acest indicator este similar cu indicele mediu ramural al rentabilității activelor [57, p. 30]:

$$k_{CP} = \frac{NOPAT}{NMA} = \frac{NOPAT_{ramural}}{BVMA_{ramural}} \quad (2.4)$$

În cazul în care compania dispune de o structură similară a proprietății și a producției echivalente cu media pe ramură, este destul de legitim de a extinde acest coeficient asupra întreprinderii analizate. Ca urmare, pe baza imobilizărilor corporale nete disponibile ale întreprinderii, BVMA se poate obține o evaluare a dimensiunii profiturilor NOPAT așteptate, care ar fi necesar de așteptat, în mod regulat, în această întreprindere, fără a lua în calcul influența activelor sale necorporale [57, p. 30].

$$NOPAT_{asteptat} = BVMA \times k_{ep}, \quad (2.5)$$

Diferența dintre profitul NOPAT real al întreprinderii, obținut în mod regulat, și nivelul profitului așteptat NOPAT, care ar putea fi obținut numai prin folosirea imobilizărilor nete corporale ale întreprinderii, se numește «profit excesiv» $NOPAT_{excesiv}$, care se atribuie influenței tuturor imobilizărilor necorporale ale întreprinderii evaluate [57, p. 30]:

$$NOPAT_{excesiv} = NOPAT - NOPAT_{asteptat} = NOPAT - BVMA \times k_{ep} \quad (2.6)$$

Presupunând că «profiturile suplimentare», atestate la producerea producției, vor avea loc și în viitor, pentru o perioadă indefinit de lungă de timp, se presupune capitalizarea acestor profituri prin utilizarea unui model de creștere zero și, astfel, de a obține evaluarea valorii de piață (juste) a imobilizărilor necorporale NA (imobilizări necorporale) [57, p. 30]:

$$NA = \frac{NOPAT_{excesiv}}{i}, \quad (2.7)$$

unde, i exprimă rata de actualizare, ce ia în calcul riscurile afacerii evaluate.

Principalul avantaj al acestei metode îl constituie simplitatea sa, dezavantajul principal

constând în faptul că, de multe ori, chiar și companiile strategic active au profituri în exces negative.

Avantajele abordării prin metoda veniturilor rezidă în faptul că această abordare ia în considerare utilitatea întrebuințării în comun a unui complex de active ale întreprinderii, comparativ cu utilizarea lor separată, precum și eficiența utilizării capitalului acționar și împrumutat al întreprinderii. Dificultatea principală și aplicarea limitată a abordării prin venit o reprezintă capacitatea limitată de prognozare a fluxurilor de numerar viitoare. Alte dezavantaje ale abordării prin venit ar trebui să includă eroarea în determinarea unor din parametrii săi – riscul în afaceri, costul capitalului atras și acționar, precum și ritmul de creștere a fluxului de numerar în perioadă post-prognoză.

2.1.2. Evaluarea activelor și datoriilor întreprinderii bazate pe metoda abordării prin cheltuieli și metoda abordării de piață (comparativă)

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.

Specificul metodei de abordare prin cheltuieli îl constituie concentrarea sa pe identificarea și evidența tuturor activelor și obligațiunilor existente ale întreprinderii. Analiza sa a condus la concluzia că utilizarea metodei abordării prin cheltuieli este utilă pentru produceri mari, în condițiile unei activități comerciale neeficiente sau lipsei de informații cu privire la activitatea financiară și economică a întreprinderii și prețurile tranzacțiilor cu acțiuni sau active ale întreprinderilor similare.

La aplicarea metodei abordării prin cheltuieli, sunt utilizate două metode de bază: metoda valorii activelor nete și metoda valorii de lichidare.

Valoarea activelor nete poate fi determinată prin punerea în aplicare a următoarelor etape:

- 1) prezența unui bilanț la data evaluării;
- 2) verificarea elementelor de proprietate și datoriilor înregistrate în bilanț;
- 3) ajustarea și estimarea activelor și datoriilor reflectate în bilanț;
- 4) estimarea activelor și datoriilor care nu sunt înregistrate în bilanț, dar sunt depistate la data estimării;

- 5) perfectarea bilanțului ajustat și determinarea activului contabil net ajustat (ACNA), precum urmează:

$$ACNA = (AT + \sum AA) - (DT + \sum AD) = ATA - DTA \quad (2.8)$$

unde AT exprimă total active,

$\sum AA$ – suma ajustărilor elementelor de active;

DT – total datorii;

$\sum AD$ – suma ajustărilor elementelor de datorii;

ATA – active total ajustate;

DTA – datorii total ajustate.

Ajustarea activelor poate fi efectuată în diferite situații. De exemplu, dacă o întreprindere a achiziționat în leasing mijloace fixe sau alte bunuri, atunci acestea pot fi adăugate la suma activelor în loc de active necorporale.

Evidența valorii ajustate a proprietății, transferate în temeiul contractului de leasing prin aplicarea metodei de acumulare a activelor, este necesară pentru un rezultat adecvat al acestei metode și posibilitatea unei comparații cu rezultatele metodei abordării prin venit. Valoarea ajustată a ,proprietății transmise prin leasing, poate fi determinată printr-una dintre cele două metode:

1) Se determină valoarea proprietății, cu excluderea valorii actuale a plăților de leasing rămase;

2) Se determină cota plăților definite din totalul plăților de leasing achitate din volumul total al plăților de leasing, după care această mărime se înmulțește cu valoarea de piață (justă) a proprietății.

În cazurile în care este necesară obținerea estimării rapide a valorii curente a utilajului și există informații adecvate cu privire la rezultatele estimării sale, efectuate recent, precum și informații despre termenul real și normativ al funcționării acestuia, atunci scopul poate fi atins prin ajustări ale rezultatului ultimei evaluări, ținând cont de perioada scursă de la ultima evaluare, rata inflației în fiecare sferă și rata de uzură a proprietății.

În ceea ce privește ajustarea pasivelor, aceasta este efectuată în felul următor: din pasive sunt deduse rezervele pentru riscuri și cheltuieli. În același timp, rezervele se calculează după valoarea actualizată, după care se deduce impozitul.

Metoda valorii de lichidare poate fi utilizată în următoarele situații:

1. Când întreprinderea se află într-o situație economică temporar dificilă;
2. Când întreprinderea își continuă activitatea printr-o fuziune cu o altă întreprindere, având în vedere valoarea de piață a activelor;

3. Când întreprinderea este declarată insolubilă din punct de vedere juridic și lichidată forțat. În acest caz, practica internațională recomandă determinarea valorii de lichidare forțată;

4. În cazul investițiilor în capital pentru transmitere atunci când este necesară o estimare a pachetului de control. În acest caz, valoarea de lichidare a întreprinderii va fi determinată ca diferență între valoarea actualizată până la o anumită dată și capitalul investit, care pot fi reflectate, precum urmează:

$$V_1 = \frac{V_t}{(1+r)^n} - C_i, \quad (2.9)$$

unde V_1 exprimă valoarea de lichidare;

V_t – valoarea la o anumită dată;

r – rata de actualizare;

n – numărul de ani dintre momentul actualizării corespunzător realizărilor de investiții și momentul reluării activității;

C_i – capitalul investit.

Una din problemele actuale ale estimării valorii întreprinderii ține de dinamica modificării valorii obligațiunilor în cazuri extreme, atunci când valoarea lor este comparabilă cu valoarea activelor întreprinderii. În astfel de cazuri, valoarea de piață a capitalului acționar al întreprinderii se poate deosebi semnificativ de valoarea sa de bilanț, aproape de zero, din cauza următorilor factori:

1. Introducerea procedurilor de gestiune externă a activelor creditorilor și acest drept are o valoare pozitivă;

2. Angajamentul întreprinderii față de creditori, în general, nu poate constitui o satisfacție de moment, dar are termen pentru execuție;

3. În viitor, posibilitatea de depășire a obligațiunilor totale ale întreprinderii peste valoarea activelor sale în niciun fel nu influențează reducerea valorii capitalului acționar, deoarece valoarea acestuia din urmă nu poate fi mai mică de zero (obligațiunile întreprinderii, în lipsa unor garanții ale terței părți, pot fi satisfăcute numai prin propriile active) [27].

Pentru a realiza estimarea prin metoda abordării de piață, este necesară utilizarea informației comparative cu privire la scopul estimării, despre piața întreprinderilor, în general și despre tranzacțiile anterioare cu proprietatea, care este supusă evaluării. Pe baza informației obținute, este inițiată procedura de evaluare imediată, care cuprinde următoarele etape:

- 1) cercetarea pieței, obținerea informației privind tranzacțiile cu întreprinderile;
- 2) verificarea veridicității informațiilor;
- 3) selectarea elementelor pentru comparație;

- 4) compararea întreprinderilor vândute, similare cu cea evaluată folosind elemente specifice de comparație;
- 5) unirea, într-o singură valoare, a rezultatelor evaluării obținute în urma unei analize comparative.

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 similare 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 evaluate poate fi un preț de vânzare real al companiilor similare, stabilite de piață.

Criteriile de selecție a companiilor asemănătoare pot fi următoarele:

- dimensiunea organizației;
- diversificarea producției (activității);
- ramura din care face parte;
- același segment al pieței;
- comparabilitatea volumului și a calității producției;
- perioada examinată;
- identitatea etapelor de dezvoltare a întreprinderii;
- comparabilitatea capacității de producție;
- perspective și strategii de dezvoltare;
- caracteristici financiare ale întreprinderii etc.

Având în vedere faptul, că piața de capital a Republicii Moldova este mică, aceasta nu are atât de multe întreprinderi asemănătoare, dintre care multe nu au fost vândute niciodată, prin urmare, pentru a utiliza o metodă de abordare de piață (comparativă) pot fi folosite informațiile despre companiile asemănătoare din alte țări. Dar, în calcul, trebuie să fie luat în considerare factorul de risc de țară, care diferă pentru țările dezvoltate și în curs de dezvoltare.

Este evident că utilizarea directă a multiplicatorilor companiilor similare de pe piața dezvoltată, în scopul evaluării întreprinderii pe piața în curs de dezvoltare prin metoda comparațiilor de piață, poate conduce la o denaturare a valorii întreprinderii. Pentru a neutraliza aceste distorsiuni, este necesară utilizarea procedurilor de corecție a multiplicatorilor, care, ulterior, aduc valoarea multiplicatorilor companiilor similare de pe piețele dezvoltate la o bază comparabilă [72].

În funcție de scop, informații de bază și condiții specifice de evaluare, abordarea prin metoda de piață (comparativă) presupune utilizarea a trei metode clasice: piața de capital a tranzacțiilor și a multiplicatorilor de preț.

Metoda pieței de capital se bazează pe prețurile de piață ale acțiunilor companiilor similare. Drept bază de comparație servesc informațiile cu privire la tranzacțiile de cumpărare-vânzare înregistrate pe piața de capital. Prin urmare, această metodă nu este aplicabilă companiilor, ale căror acțiuni au un grad redus de lichiditate sau nu sunt tranzacționate pe o piață organizată.

Metoda tranzacțiilor vizează prețul de achiziție a întreprinderilor, în general, sau a unui pachet de control de acțiuni.

Determinarea valorii de piață (juste) a unei întreprinderi poate fi, de asemenea, bazată pe utilizarea unor multiplicatori de preț. Baza financiară a multiplicatorului de evaluare este, de fapt, măsura performanței financiare a întreprinderii, care include profitul, veniturile din vânzări, moneda bilanțului și altele. În rezumat, esența acestei metode este următoarea. Se selectează o întreprindere similară cu cea evaluată, care a fost recent vândută. Apoi, se calculează raportul dintre prețul de vânzare și un indicator financiar pentru întreprinderea analogică. Acest raport se numește multiplicator. Înmulțind valoarea multiplicatorului cu același indicator financiar de bază al întreprinderii evaluate, obținem valoarea acesteia.

Totuși, în ciuda simplității sale aparente, în utilizarea practică a acestei metode, apar o serie de probleme, fără soluționarea cărora nu se poate obține un rezultat adecvat. Principalele probleme sunt:

- lipsa totală de informații despre companii-similare;
- incomparabilitatea datelor;
- interdependența funcțională a indicatorilor financiari utilizați în calcule;
- diferențe în ciclul de viață;
- dificultatea evaluării caracteristicilor de calitate.

Printre multiplicatorii de bază folosiți în abordarea prin metoda de piață pot fi considerați:

1) prețul acțiunii / profitul net pe o acțiune (se utilizează în cazul unei companii profitabile);

2) prețul acțiunii / profitul impozabil pentru o acțiune (se utilizează în cazul în care apare o modificare a cotei de impozitare la momentul evaluării);

3) valoarea de piață (justă) a firmei / fluxul de numerar (cash-flow) (permite definirea valorii întreprinderii, având în vedere durata activității și obținerea fluxurilor de mijloace bănești

viitoare);

4) prețul acțiunii / veniturile din vânzări (utilizată atunci, când suma veniturilor din vânzarea întreprinderii evaluate este identică cu suma întreprinderilor similare);

5) prețul acțiunii / activele contabile nete pentru o acțiune (utilizate atunci, când valoarea contabilă a activelor este cvasi-identică cu valoarea lor de piață și imobilizările necorporale nu manifestă un impact direct asupra valorii întreprinderii, chiar dacă acestea sunt incluse în ea);

6) valoarea de piață (justă) a capitalului propriu / valoarea contabilă a activelor;

7) valoarea de piață (justă) a capitalului investit / valoarea contabilă a activelor.

Nu există coeficienți perfecți, care pot fi utilizați în toate cazurile de evaluări. Alegerea lor depinde de mulți factori, printre care: tipul întreprinderii evaluate, scopul evaluării, poziția beneficiarului de informații despre evaluare. 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 evaluarea de către multiplicatori. O posibilă soluție a acestei probleme este adaptarea experienței internaționale de soluționare a problemelor similare.

2.2. Aplicarea indicatorilor de piață în estimarea valorii întreprinderii

Utilizarea metodelor de abordare prin cheltuieli și venit arată mai mult valoarea intrinsecă. În același timp, deciziile luate cu privire la pârghiile de gestiune a valorii duc la o schimbare atât a valorii intrinseci, cât și de piață (juste) a întreprinderii. Dar, de regulă, determinarea valorii intrinseci a întreprinderii nu coincide cu cea de piață (justă). În ultimul caz, într-o măsură mai mare, se iau în considerare informațiile despre starea globală a pieței, cerere și ofertă, resursele limitate ale potențialilor investitori etc. Pe piața de investiții, investitorii analizează diverse opțiuni de investire a surselor și studiază nu doar informațiile despre creșterea istorică, oferite de management și profitul obținut de către o anumită întreprindere, dar, de asemenea, compară acest tip de informații după mai multe întreprinderi active. Prin urmare, anume acea întreprindere, care, în comparație cu altele, pare a fi mai promițătoare, va fi mai scumpă, deoarece, cererea pentru aceasta este relativ mai mare.

Informațiile privind situația pe piața respectivă nu sunt reflectate în valoarea intrinsecă. În scopul apropierii rezultatelor de gestiune a valorii întreprinderii la evaluarea valorii de piață, unii cercetători propun utilizarea indicatorilor ce țin nu numai de informații interne, dar, de asemenea, și de piață în calitate de indicator integru [99]. Preventiv, se poate utiliza informația, care include utilizarea multiplicatorilor în estimarea valorii prin metoda abordării comparative,

care devin valori standardizate ale valorii față de profit, valoarea contabilă sau volumul de vânzări. Multiplicatorii permit compararea valorii diferitelor întreprinderi, atât în interiorul ramurii, cât și al pieței în general. Mult mai amplii, în comparație cu informația de piață, sunt multiplicatorii relativi, care permit clasarea întreprinderii din punct de vedere al posibilităților de formare a valorii în comparație cu tendințele medii de piață.

Pentru identificarea avantajelor multiplicatorilor relativi drept indicatori de integrare ce caracterizează strategia de gestiune a valorii întreprinderii, trebuie, mai întâi, să se analizeze aplicarea multiplicatorilor relativi în estimarea valorii, să se identifice relațiile tradiționale ale indicatorilor și multiplicatorilor integrați pe baza acestora cu variabilele fundamentale.

Pentru determinarea valorii întreprinderii în baza metodei abordării de piață (comparativă), se utilizează trei multiplicatori de bază: ”preț (valoare)/profit”, ”preț (valoare)/valoare contabilă” și ”preț (valoare)/volum de vânzări”. Indicatorul ”preț” este folosit pentru estimarea capitalului acționar, indicatorul ”valoare” – la determinarea valorii capitalului total al întreprinderii. Multiplicatorul ”preț/profit” este cel mai potrivit în două cazuri: a mărimilor pozitive stabile de profit și lipsa de manipulare a indicatorului de profit din partea managementului întreprinderii. Pentru întreprinderi inovative în creștere, prima condiție nu poate fi întotdeauna îndeplinită. Evaluarea este mai puțin sigură, dacă nu se ia în considerare pentru comparare a doua condiție la alegerea unui grup de întreprinderi.

Multiplicatorul ”preț/valoare contabilă” depinde, în mod semnificativ, de metodele de calcul al amortizării adoptate de diferite întreprinderi și politica în domeniul reevaluării bunurilor. Restricțiile de mai sus nu afectează multiplicatorul ”preț/volum de vânzări”, sau multiplicatorul de încasări, deoarece volumul de vânzări este, într-o măsură mai mică, manipulat decât indicatorul de profit și pot fi urmărite în baza unor informații de piață. În plus, volumul de vânzări al întreprinderilor inovatoare, de regulă, este pozitiv, iar obținerea de profit mai poate și lipsi.

Practica arată că valoarea unei întreprinderi nu este întotdeauna mai mare decât cea a altor întreprinderi, chiar și în cazul în care la aceasta este mai mare profitul, valoarea de bilanț sau volumul de vânzări. Pentru a analiza motivele acestei discrepanțe, trebuie să fie luate în considerare relația dintre multiplicatori și variabilele fundamentale, fapt care permite identificarea factorilor, ce duc la o mărime sau alta a multiplicatorilor întreprinderii.

Multiplicatorul relativ ”valoare/volum de vânzări” ($PS_{relativ}$) este raportul dintre multiplicatorul întreprinderii și multiplicatorul de piață [99]:

$$PS_{relativ} = \frac{PS_{\text{întreprinderii}}}{PS_{\text{piața}}}, \quad (2.10)$$

Multiplicatorul "valoare/volum de vânzări" al întreprinderii este mărimea valorii standardizate a întreprinderii, față de volumul de vânzări definită ca raportul dintre valoarea întreprinderii P și volumul de vânzări S .

Valoarea reală a multiplicatorului indică nivelul de gestiune a întreprinderii. De exemplu, cu același volum de vânzări, o întreprindere are un multiplicator PS_1 , egal cu 2,5, iar alt – multiplicator PS_2 egal cu 1,8. Acest lucru înseamnă că valoarea primei întreprinderi este mai mare, deoarece aceasta are, de exemplu, avantaje competitive ce țin de o profitabilitate mai ridicată, risc mai scăzut, pași mai rapizi de creștere sau alți factori realizați de către conducerea întreprinderii.

În scopuri de gestiune a valorii întreprinderii, este dificilă supraestimarea valorii de piață (juste) a informațiilor. În mod evident, deciziile trebuie să se bazeze pe poziția de "valoare" actuală ocupată pe piață și să corespundă tendințelor de dezvoltare a ramurii. Utilizarea multiplicatorului relativ asigură managementul întreprinderii cu informații (2.10). Mărimea multiplicatorilor relativi, pentru întreprinderi concrete, va fluctua față de mărimea medie egală cu o unitate. Prin urmare, la stabilirea mărimii-țintă a valorii întreprinderii prin intermediul multiplicatorului relativ, putem determina cu cât este mai sus sau mai jos decât valoarea medie valoarea curentă a multiplicatorului și ce nivel întreprinderea intenționează să atingă. De exemplu, mărimea multiplicatorului relativ al încasărilor întreprinderii PS_{relativ} este de 1,2, ceea ce înseamnă că multiplicatorul încasărilor întreprinderii este de 1,2 ori mai mare decât media pieței, prin urmare, valoarea-standard a întreprinderii, la poziția încasări, este de 1,2 ori mai mare decât mărimea medie de piață.

În practica evaluării, multiplicatorul relativ poate fi calculat nu numai pentru piața ramurală, dar și pentru piața globală. Unii analiști (de exemplu, A.Damodaran) susțin că selectarea întreprinderilor comparabile pentru evaluarea prin metoda abordării de piață (comparativă) ar trebui să fie efectuată nu pe principii de ramură, ci pe baza similitudinii de variabile fundamentale, precum profitabilitatea capitalurilor proprii, creșterea și riscul. În consecință, managementul întreprinderii poate extinde informațiile pentru a lua decizii în ceea ce privește gestionarea valorii.

Pentru a atinge nivelul stabilit al indicatorului integrant – multiplicatorul relativ al încasărilor – trebuie să se identifice și mărimile indicatorilor variabilelor fundamentale, care au un impact direct asupra multiplicatorului încasărilor.

În scopul stabilirii dependenței multiplicatorului încasărilor de variabilele fundamentale, se utilizează modelul actualizării fluxului de numerar. Astfel, pentru întreprinderile inovatoare urmează utilizarea unui model de estimare a valorii din două etape, care reflectă două perioade

principal diferite de dezvoltare a întreprinderii: o perioadă de creștere rapidă a întreprinderii în curs de dezvoltare, de obicei, limitată, precum și o perioadă de creștere constantă, nelimitată în timp.

Examinăm un model din două etape de estimare a valorii întreprinderii [99]:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(1+WACC)^n \cdot (WACC_{st} - g_{st})}, \quad (2.11)$$

unde V exprimă mărimea valorii întreprinderii;

CF_t – valoarea mărimii fluxurilor de numerar la momentul t;

t – numărul de ordine al anului funcționării întreprinderii din momentul evaluării;

$1 \leq t \leq n$ – perioada de creștere a întreprinderii în ritmuri rapide;

$n + 1$ – numărul de ordine al anului începând cu care întreprinderea crește în ritmuri constante;

WACC, $WACC_{st}$ – costul mediu ponderat al capitalului într-o perioadă de creștere rapidă și respectiv stabilă;

g_{st} – ritmuri de creștere a profitului operațional în perioada de creștere stabilă.

În cazul estimării valorii întreprinderii, prin flux de numerar se subînțelege soldul fluxurilor de numerar în urma cheltuielilor operaționale, reinvestirii și impozitelor plății până la efectuarea plăților deținătorilor de obligațiuni și acțiuni, iar în calitate de rată de actualizare este valoarea medie ponderată a capitalului.

Primul termen al formulei (2.11.) reprezintă valoarea întreprinderii pe parcursul perioadei de creștere rapidă și reprezintă suma fluxurilor de numerar actualizat, care se așteaptă să fie în măsură să genereze întreprinderea într-o perioadă de creștere rapidă. Fluxul de numerar, generat de întreprindere, poate fi reprezentat [99]:

$$CF = EBIT(1-T)(1-K_r), \quad (2.12)$$

Unde: EBIT indică profitul operațional înainte de achitarea dobânzilor și impozitelor;

T – rata de impozitare;

K_r – coeficientul de reinvestire.

Întrucât investițiile mari sunt efectuate la intervale constante, rata reinvestirii trebuie să reflecte nivelul mediu al investițiilor efectuate de către întreprindere pentru o anumită perioadă de timp. Coeficientul de reinvestire este raportul dintre volumul de investiții de capital (IC), precum și schimbarea activelor circulante fără numerar (ACFN) minus amortizarea (A) la profitul operațional, ajustat în funcție de suma deducerilor fiscale [99]:

$$K_r = \frac{IC - A + \Delta ACFN}{EBIT(1-T)}, \quad (2.13)$$

Valoarea întreprinderii în perioada de creștere rapidă este cu atât mai mare, cu cât este mai mare nivelul profitului obținut, mai semnificativ ritmul de creștere a profitului, este mai lungă perioada de creștere rapidă. În același timp, refluxul de surse pentru reinvestire reduce mărimea fluxului de numerar curent și reduce nivelul determinării valorii curente a întreprinderii în timpul perioadei de creștere rapidă. De asemenea, mărimea valorii întreprinderii este influențată de nivelul atins a valorii medii ponderate a capitalului utilizat de întreprindere (WACC).

Poziția întreprinderii, într-o perioadă de creștere stabilă, depinde de potențialul creat la etapa de creștere rapidă. Nivelul de profit atins în ultimul an al perioadei de creștere rapidă, precum și activele create și achiziționate, relațiile stabile formate cu furnizorii și baza de clienți va permite, în primul rând, de a reduce nivelul de reinvestiții într-o perioadă de creștere stabilă până la valoarea K_{cst} , fapt ce crește fluxul de numerar și, în al doilea rând, reduce estimarea riscului pentru această întreprindere, fapt care reduce valoarea capitalului până la mărimea $WACC_{st}$ și în consecință, majorează rezultatul estimării valorii întreprinderii.

În ciuda faptului că, într-o perioadă de creștere rapidă, punerea în aplicare a proiectelor inovatoare și investiționale duce la un flux negativ de numerar, investițiile determină nivelul ritmului de creștere a profitului întreprinderii. Creșterea preconizată a nivelului profitului întreprinderii poate fi reprezent de relația [99]:

$$g = K_r \times \frac{EBIT(1-T)}{S} \times \frac{S}{A}, \quad (2.14)$$

unde: S exprimă volumul vânzărilor;

A – valoarea de bilanț a activelor.

Raportul dintre $EBIT(1-T)/S$ este o marjă comercială M, raportul S/A – rotația activelor.

Cu ajutorul relației (2.14.), se determină cantitatea necesară de reinvestiri în scopul obținerii ratei necesare de creștere.

Valoarea întreprinderii depinde, în primul rând, de marja comercială, adică, de profitul operațional la un leu încasat. La același nivel, al volumului de vânzări, valoarea multiplicatorului de încasări, precum și valoarea sunt mai mari la acea întreprindere, care are un nivel mai ridicat al marjelor comerciale. Tendința de creștere a cotei de piață este condiționată de dorința de a majora, în consecință, profiturile. În plus, compararea valorii calculate a multiplicatorului încasărilor cu valoarea sa reală de piață, care rezultă din datele de piață cu privire la valoarea de piață a întreprinderii, precum și din volumul real de încasări, permite a concluziona cu privire la

eficiența evaluării de către piață a întreprinderii în cauză. Dacă valoarea calculată este de 2,0, iar reală – 1,7, atunci valoarea de piață (justă) a întreprinderii este subevaluată. Convergența evaluării interne și de piață va ajuta la furnizarea de mai multe informații cu privire la perspectivele de dezvoltare ale întreprinderii.

În scopul analizării multiplicatorului relativ al încasărilor, în ceea ce privește utilizarea acestuia în stabilirea valorilor-țintă ale variabilelor fundamentale în gestiunea valorii întreprinderii, se adaugă următorii indicatori suplimentari:

Indicatorul marjei comerciale: $I_M = M / M_m$ (marja comercială relativă).

Indicatorul valorii capitalului: $I_{WACC} = (1+WACC_m) / (1+WACC)$ [99].

Indicatorul de dezvoltare [99]:

$$I_{dezv.} = \frac{(1-K_p)(1+g)n + \frac{(1+g)^n(1-K_{cst})(1+g_{st})}{WACC_{st} - g_{st}}}{(1-K_{pm})(1+g_m)n + \frac{(1+g_m)^n(1-K_{pmst})(1+g_{mst})}{(WACC_{mst} - g_{mst})}} \quad (2.15)$$

Dacă presupunem egalitatea perioadei de creștere rapidă a întreprinderii și a pieței ramurale în baza indicatorilor introduși, atunci multiplicatorul relativ al încasărilor poate fi reprezentat prin formula [99]:

$$PS_{relativ} = I_M I_{WACC}^n I_{dezv.} \quad (2.16)$$

Formula (2.16.) reflectă componentele principale ale strategiei de gestionare a valorii întreprinderii, care utilizează informații combinate despre mediul intern și extern asociat al întreprinderii, și poate fi folosit atât pentru formarea mărimilor obiective la gestiunea valorii întreprinderii, precum și pentru analiza rezultatelor obținute. Multiplicatorul relativ al veniturilor $PS_{rel.}$ caracterizează strategiile de creare a valorii întreprinderii, indicatorul marjei comerciale – strategia de funcționare operațională, indicatorul valorii capitalului – strategia de finanțare, iar indicatorul de dezvoltare – strategia de dezvoltare a întreprinderii.

În funcție de mărimile indicatorilor, formula (2.16.) permite evaluarea strategiilor întreprinderii și arată care din ele, la momentul actual, într-o măsură mai mare, va duce la o creștere a valorii sale.

Pentru o mai mare claritate a informației oferite, vom analiza un exemplu. Să admitem că întreprinderea, a cărei perioadă de creștere rapidă este estimată la 5 ani, are un multiplicator relativ de încasări $PS_{rel}=0,69$. Valorile indicatorilor pentru cele trei strategii principale sunt următoarele: $I_M=1,3$; $I_{WACC}=0,8$ ($I_{WACC}^5=0,33$); $I_{dezv.}=1,6$. Acest lucru rezumă că strategia de formare a valorii întreprinderii, a condus la faptul că valoarea standardizată a încasărilor a atins doar nivelul de 0,69 față de nivelul multiplicatorului de încasări mediu de piață. Contribuția la

formarea valorii întreprinderii a strategiilor operaționale este de 3,94 ($1,3 / 0,33$) ori mai mare decât strategia de finanțare (40%), strategia de dezvoltare – de 4,85 ($1,6 / 0,33$) ori mai mare decât strategia de finanțare. Strategia de finanțare are cea mai mică contribuție la formarea valorii – de 10%. Indicatorii strategiilor operaționale și de dezvoltare depășesc, în mod considerabil, valorile medii de piață (de 1,3 și 1,6 ori respectiv). Cu toate acestea, indicatorul strategiei de finanțare (0,8) denotă că valoarea capitalului acestei întreprinderi este mai mare decât media pieței. De aceea, strategia de finanțare ar trebui să ofere posibilitatea de a schimba structura de capital, valoarea surselor de finanțare și, prin urmare, valoarea capitalului în întregime.

În funcție de ce mărime a schimbării pozitive a indicatorului domină, putem vorbi despre prevalarea unei anumite strategii în formarea valorii întreprinderii. În cazul în care deciziile luate pot reduce orice indicator, atunci acestea ar trebui să fie compensate prin creșterea celorlalți indicatori. Prin urmare, valori mai mari ale multiplicatorului relativ al încasărilor îl ating întreprinderile cu marjă comercială relativă și indicator de dezvoltare mai mari și costul relativ scăzut al capitalului în comparație cu valorile medii de piață.

Pentru a studia factorii care influențează nivelul indicatorului de dezvoltare, vom introduce doi indicatori suplimentari de nivelul doi: indicatorul de dezvoltare rapidă și de dezvoltare stabilă. Acești indicatori includ indicatori combinați pentru al treilea nivel: indicatorul de potențial, coeficientul de dezvoltare rapidă și de dezvoltare stabilă. Indicatorul de dezvoltare rapidă descrie strategia de dezvoltare într-o perioadă de creștere rapidă și depinde de volumul relativ de reinvestire, creșterea relativă a profitului și durata perioadei. Dar o caracteristică independentă în acest indicator este doar volumul relativ de reinvestire. Durata preconizată de așteptare a perioadei de creștere rapidă și ritmul de creștere depind de volumul și conținutul reinvestirilor efectuate. De aceea, coeficientul de dezvoltare rapidă indică la ce majorare a ritmului și duratei perioadei de creștere rapidă duc schimbările coeficientului de reinvestire. Cu cât este mai mare valoarea acestui indicator la o anumită întreprindere, cu atât mai mult investițiile efectuate contribuie la creșterea valorii întreprinderii într-o perioadă de creștere rapidă. Valorile mai mari ale indicatorului de dezvoltare se atribuie întreprinderilor, ale căror proiecte de investiții sunt capabile să atragă noi clienți pe o perioadă mai îndelungată.

Indicatorul de dezvoltare pe termen lung caracterizează strategia de formare a potențialului întreprinderii în perioada de creștere rapidă pentru utilizarea acestuia într-o perioadă de creștere stabilă. Mărimea indicatorului al potențialului unei anumite întreprinderi indică opțiunea de strategie, pe termen lung sau mediu ales de întreprindere, care potențial va fi creat pentru creșterea valorii într-o perioadă stabilă. Valoarea indicatorului de dezvoltare pe

termen lung a întreprinderii este mai mare, la întreprinderea care are un potențial relativ de creștere mai mare într-o perioadă stabilă, comparativ cu evaluările medii pe ramură.

Alegerea în calitate de indicator integrat al strategiei de formare a valorii întreprinderii al multiplicatorului relativ a încasărilor întreprinderii și introducerea în analiză a unor indicatori specifici permit dezvoltarea unui sistem de indicatori interni și de piață, ai strategiei care combină informații cu privire la contribuția pentru formarea valorii, începând de la variabilele fundamentale interne și terminând cu datele privind impactul strategiilor operaționale, strategiilor de finanțare și dezvoltare în cadrul ramurii. Sistemul de indicatori de piață și interni ai strategiei pentru formarea valorii întreprinderii include mai multe nivele de indicatori, care sunt prezentate în Figura 2.3.

Sistemul de indicatori poate fi utilizat pentru evaluarea poziției valorice curente pe piață a întreprinderii, precum și pentru elaborarea strategiei ce vizează formarea valorii. De asemenea, sistemul indicatorilor de piață și interni ai strategiei pentru formarea valorii întreprinderii, care constă în examinarea globală a activității întreprinderii pentru formarea valorii, se distinge prin utilizarea de relații formale între informația de piață și internă bazate pe metoda abordării de piață (comparativă) și permite ameliorarea gestionării eficiente a valorii de piață (juste) a întreprinderii.

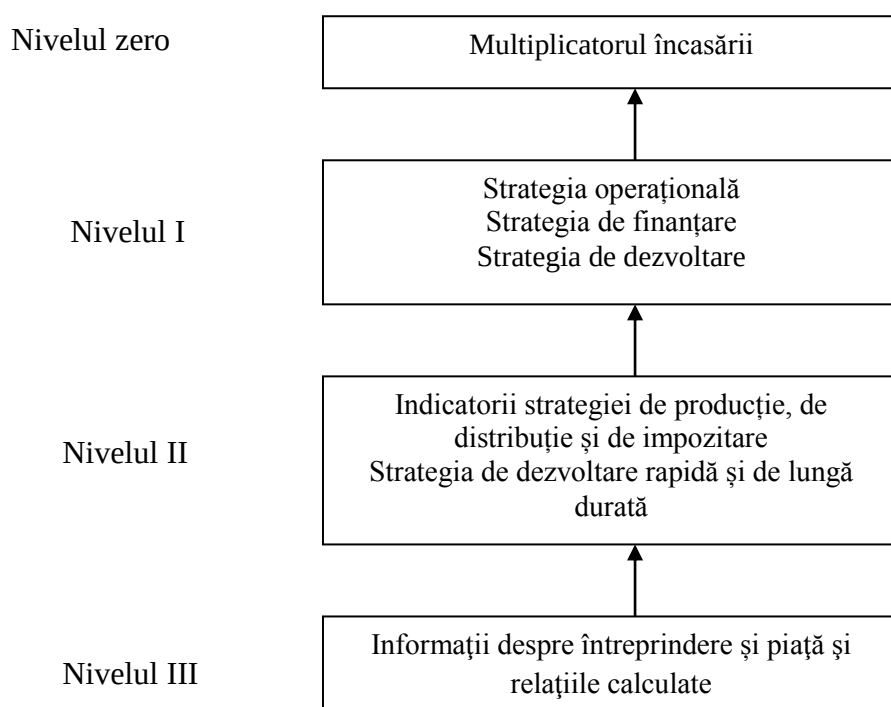


Figura 2.3. Corelația indicatorilor interni și de piață ai strategiei de formare a valorii întreprinderii

Sursa: adaptarea autorului în baza sursei [99].

Cu regret, în condițiile de piață din Republica Moldova, nu toți indicatorii de mai sus pot fi ușor calculați și utilizați în determinarea și gestiunea valorii întreprinderii. Absența și inaccesibilitatea unor date atât pentru investitori, cât și pentru manageri, împiedică utilizarea metodelor bazate pe abordarea de piață.

2.3. Situația financiară a întreprinderilor - reper important în gestiunea întreprinderilor din Republica Moldova în vederea determinării valorii

Uneori, în Republica Moldova, apar îndoieli în ceea ce privește fezabilitatea aplicării postulatelor ”de gestiune a întreprinderii pe baza valorii”. Oportunitățile pieței de capital, ca un mecanism de atragere a investițiilor pe termen lung, sunt utilizate doar de un număr limitat de companii moldovenești. Cu toate acestea, din anul 1995 până în 2007, piața de acțiuni din Republica Moldova a crescut în volum de la 2,22 mln. lei până la 1,23 mlrd. lei, adică de 500 ori mai mult [128]. În anul 2008, s-a produs o ușoară scădere până la 996 mln. lei, iar în anul 2009, volumul vânzărilor pe piețele bursiere de valori mobiliare din Moldova a scăzut până la 141 mln. lei, însă în anul 2010, deja, a fost înregistrată o creștere a volumului de vânzări pe piața de capital din Moldova, de aceea, în opinia noastră, piața de capital din Republica Moldova are

potențial de creștere.

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 evaluării.

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. Inaccesibilitatea 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 este redusă, 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 întreprinderi, a căror activitate principală constă în producerea producției vinicole: "Vinia Traian" SA, "Tomai-Vinex" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA. Aceste întreprinderi diferă mult după volumul de vânzări, dar toate trei au avut de suferit, în ultima perioadă de timp, în domeniul producerii și realizării băuturilor alcoolice. Fiecare din ele a supraviețuit în mod separat și consecințele crizei economice.

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, care nu depind de întreprinderile propriu-zise. De aici, estimarea valorii întreprinderilor din acest domeniu, prin metodele abordării prin venit și de piață 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 abordarea prin 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.

Cele expuse ne conduc la concluzia că, în prezent, abordarea cea mai rezonabilă pentru evaluarea acestor întreprinderi va fi prin metoda cheltuielilor, iar în cadrul acesteia – metoda de calcul al valorii activelor nete.

În continuare, vom calcula valoarea a trei întreprinderi conform metodei valorii activelor nete (Tabelul 2.2).

Tabelul 2.2 Valoarea întreprinderilor "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA, "Vinia Traian" SA și "Tomai-Vinex" SA în baza 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.

Datele reflectate în tabel permit evidențierea următoarelor concluzii:

1. La "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA, putem observa o înrăutățire ușoară a situației din 2007 până în 2010 (micșorarea valorii cu 15%) și o ușoară majorare a valorii în 2011 (cu 1,2%) și în 2012 (doar cu 0,1%). În anul 2013 valoarea iarăși a scăzut fie și doar cu 0,2%.
2. La "Vinia Traian" SA, în 2007, a fost atestată o scădere a valorii, iar apoi o creștere, totodată, din 2009, valoarea întreprinderii a depășit chiar și nivelul pre-criză din 2006. Cel mai mare ritm de creștere a valorii s-a înregistrat în 2010 în comparație cu anul 2009 (cu 20%). Însă, o tendință generală este creșterea valorii (chiar și în anul 2013, în pofida problemelor noi apărute, în ramură după repetarea procedurii de embargo din partea Federației Ruse).
3. La "Tomai-Vinex" SA, s-a observat o majorare a valorii în perioada anilor 2006-2013, iar în anul 2009, a avut loc o creștere bruscă (creșterea valorii de 3,2 ori), deși în alți ani ritmul creșterii nu este semnificativ.

În general, putem spune că dinamica valorii, calculată în acest mod, este puțin informativă atât pentru potențialii investitori, cât și pentru manageri. Până la embargo, cea mai mare valoare o deținea "Vinia Traian" SA, dar, după micșorarea valorii în anul 2007 cu 7% s-a început restabilirea acesteia, și din 2008 valoarea doar crește. La "Combinatul de vinuri din Taraclia" S.A., abia din anul 2008, a început diminuarea valorii, care a avut loc până în 2010, iar creșterea acesteia, în anii 2011-2012, a adus iarăși la nivelare în 2013. La "Tomai-Vinex" S.A., putem

urmări majorarea valorii pe parcursul tuturor anilor, fapt ce denotă că în suma valorii nu sunt luați în considerație și niște factori externi. Adică, în acest caz, luând în considerare factorii negativi ai acestor ani (embargoul la vinuri și criza economică), atunci o creștere stabilă și substanțială a valorii ar trebui să constituie un factor dubios pentru investitori.

Putem afirma că "Vinia Traian" SA a depășit repede dificultățile, a atins nivelul valorii de până la criză și chiar a avut o creștere de 44%. În timp ce "Combinatul de vinuri din Taraclia" S.A. a pierdut 12% din valoare, iar "Tomai-Vinex" S.A., în această perioadă, doar a majorat simțitor valoarea (mai mult de 6 ori).

În opinia noastră, valoarea calculată în acest mod poate servi doar bază la calcularea valorii de piață (juste) (dacă întreprinderea este înaintată la vânzare), dar pentru scopul gestiunii valorii, un asemenea calcul este incomplet.

Managementul este ghidat de rezultatele analizei financiare a întreprinderii sale pentru o anumită perioadă de timp. La o asemenea analiză se orientează și potențialii investitori în analiza investițiilor alternative. Întreprinderile studiate de către autor conform mărimii proprietății pot fi delimitate condiționat în trei categorii: mari – "Vinia Traian" SA (luând în considerație majorarea valorii în ultima perioadă și creșterea volumului de vânzări), medii – "Tomai-Vinex" SA. (luând în considerație scăderea valorii), mici – "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA. (luând în considerație scăderea valorii). Din acest punct de vedere, ar fi interesant de comparat indicatorii relativi ai activității a trei întreprinderi diferite, conform mărimii acestora, pentru a concluziona cu privire la ce tip de întreprindere acesta este mai eficient.

Activitatea comercială a "Vinia Traian" SA acoperă piața Moldovei și exportul către alte țări. Pentru realizarea activității economico-financiare a întreprinderii, se creează patrimoniul, care reprezintă totalitatea activelor, deținute de întreprindere. Analiza situației patrimoniale a întreprinderii presupune examinarea activelor din bilanț. În procesul de funcționare a întreprinderii, în mod frecvent, se schimbă componența și structura activelor, de aceea, analiza patrimoniului se efectuează după două direcții: se efectuează o evaluare generală despre schimbările activelor întreprinderii; se determină structura activelor întreprinderii. Analiza patrimoniului se efectuează conform grupelor de active pe termen lung (imobilizări) și circulante și este reflectată în Tabelul 2.3.

La întreprinderea "Vinia Traian" SA, în anul 2007, comparativ cu anul 2006 s-a atestat o scădere a monedei bilanțului. În anii 2008-2013, dimpotrivă, la întreprindere s-au produs schimbări pozitive și mărimea patrimoniului a crescut.

Tabelul 2.3 Structura patrimoniului ”Vinia Traian” S.A. pentru anii 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Patrimoniul întreprinderi, total	110 171 091	99 150 043	104 168 297	113 622 192	116 747 574	120 576 970	120 432 135	131 386 880
Active pe termen lung	28 103 262	28 135 755	29 101 375	37 646 796	36 867 742	35 752 816	33 606 980	32 051 843
Active curente, total, inclusiv	82 067 829	71 014 288	75 066 922	75 975 396	79 879 832	84 824 154	86 825 155	99 335 037
- Stocuri de mărfuri și materiale	50 003 931	40 824 697	45 343 086	44 385 299	39 707 080	48 475 208	54 521 143	52 419 761
- Creanțe pe termen scurt	28 780 503	28 447 784	28 699 353	30 245 873	37 146 716	32 690 403	29 256 832	42 382 873
- Mijloace bănești și investiții pe termen scurt	3 283 395	1 741 807	1 024 483	1 344 224	3 026 036	3 658 543	3 047 180	4 532 403

Sursa: elaborat de autor în baza bilanțului.

Generalizând datele pentru șapte ani, putem face următoarele concluzii:

- Patrimoniul întreprinderii a scăzut, în anul 2007, iar în anii 2008-2013, dimpotrivă, a crescut (cu o mică diminuare în anul 2012), dar, din 2009, a depășit chiar și nivelul de pre-criză din anul 2006. Prin urmare, în structura patrimoniului întreprinderii, timp de opt ani, s-au produs schimbări în vederea creșterii activelor pe termen lung (de la 25,5% în 2006 până la 29,6% în 2011 – și o diminuare până la 24,4% în anul 2013);

- Cota activelor curente și valorile lor absolute au scăzut până în 2009, comparativ cu anul 2006, deși o scădere evidentă s-a produs doar în anul 2007, iar apoi situația, treptat, s-a îmbunătățit. În 2011, suma activelor curente a depășit indicatorii anului 2006, iar în anul 2013 a crescut brusc cu 14%;

- Din componența activelor curente, cea mai mare scădere s-a constatat la mijloacele bănești (mai mult de 2 ori în perioada 2007-2009), care a fost destul de negativă, dar, în perioada 2010-2013, suma mijloacelor bănești a crescut rapid, și chiar a depășit nivelul din anul 2006. În anul 2012, se observă o diminuare nesemnificativă a sumei de mijloace bănești și a investițiilor pe termen scurt;

- Stocurile de mărfuri și materiale au scăzut brusc, în anii 2007 și 2010, dar apoi au crescut din nou, fapt care, pe lângă creșterea creanțelor pe termen scurt, este un factor negativ, care indică o problemă a întreprinderii privitoare la realizarea producției și recuperarea mijloacelor proprii pentru producția deja vândută. Stocurile de mărfuri și materiale și creanțele pe termen scurt nu au niște tendințe bine conturate. Se urmăresc atât creșteri cât și descreșteri. Totodată nu există corelare bine definită între majorarea stocurilor și diminuarea creanțelor. Dar putem urmări o creștere bruscă a creanțelor pe termen scurt în anul 2013 (cu 45%), fapt care este mai puțin benefic în opinia noastră.

Rezumând cele expuse, constatăm că, în anul 2007, toți indicatorii s-au diminuat din cauza embargoului la vinuri. Dar îmbunătățirea indicatorilor, în 2008 și 2009 (în ciuda crizei), arată că întreprinderea a depășit dificultățile, fapt confirmat de indicatorii anilor 2010-2013, deși încă mai rămân unele probleme.

Analiza patrimoniului ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA este reflectată în baza datelor din Tabelul 2.4.

Tabelul 2.4 Structura patrimoniului ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA
pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Patrimoniul întreprinderii, total	57 879 660	53 161 329	50 716 376	50 359 404	48 003 920	45 689 951	47 247 438	48 378 873
Active pe termen lung	30 830 993	26 226 250	22 874 681	21 460 647	19 071 199	18 065 943	17 572 428	17 178 995
Active curente, total, inclusiv	27 048 667	26 935 079	27 841 695	28 898 757	28 932 721	27 624 008	29 675 010	31 199 878
- Stocuri de mărfuri și materiale	15 801 450	17 064 054	18 537 827	20 121 181	18 305 816	16 413 464	18 865 824	22 433 527
- Creanțe pe termen scurt	11 010 073	9 818 750	9 262 885	8 668 581	10 544 647	11 154 460	10 759 927	8 711 745
- Mijloace bănești și investiții pe termen scurt	207 341	2 869	2 029	36 007	14 240	6 388	9 076	3 299

Sursa: elaborat de autor în baza bilanțului.

Analiza datelor conduce la următoarele concluzii:

- Patrimoniul întreprinderii, pe parcursul a șase ani, s-a micșorat (cu mai mult de 20% pentru perioada dată) și doar în anul 2012 a început să crească. Totodată, se atestă reducerea vizibilă atât sumelor, cât și a cotei activelor pe termen lung (de la 53% în 2006 până la 35% în 2013) și, practic, o situație stabilă cu sumele de active curente (doar cota lor a crescut);

- Suma activelor curente, în toți acești 8 ani, a deviat nesemnificativ: în anul 2007, a scăzut puțin, iar apoi, în anii 2008-2010, s-a majorat puțin, în anul 2011 iarăși s-a micșorat nesemnificativ, iar în anii 2012-2013 iarăși a crescut;

- În componența activelor curente, pot fi urmărite devieri majore cu privire la sursele de mijloace bănești (în anul 2007, suma de mijloace bănești s-a micșorat de 70 de ori, în anul 2009 și 2012, ea s-a majorat puțin, însă mai apoi, iarăși, se observă o diminuare), fapt ce influențează negativ lichiditatea întreprinderii. La fel poate fi considerat drept factor negativ majorarea stocurilor de mărfuri și materiale în anii 2007-2009 și, cu toate că, în anii 2010-2011, mărimea lor s-a micșorat, ea nu a atins nivelul pre-criză, iar în anii 2012-2013 stocurile de mărfuri și materiale iarăși au crescut. O situație inversă se urmărește vis-a-vis de creanțele pe termen scurt

(în anii 2007-2009 - micșorare, în 2010-2011- majorare, în 2012-2013 – o diminuare nesemnificativă). Totodată se urmărește o dependență clară inversă dintre majorarea și diminuarea stocurilor de mărfuri și materiale și creanțe pe termen scurt.

Analiza patrimoniului ”Tomai-Vinex” SA va fi efectuată în baza datelor din Tabelul 2.5.

Tabelul 2.5 Structura patrimoniului ”Tomai-Vinex” S.A. pentru anii 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Patrimoniul întreprinderii, total	81 657 401	85 018 002	97 040 963	92 627 337	90 074 382	84 302 620	109 436 024	127 571 532
Active pe termen lung	22 827 371	24 581 009	26 450 615	26 829 002	25 973 515	25 422 491	24 938 850	36 009 754
Active curente, total, inclusiv	58 830 030	60 436 993	70 590 348	65 798 335	64 100 867	58 880 129	84 497 174	91 561 778
- Stocuri de mărfuri și materiale	32566 759	33 886 329	43 213 107	45 104 922	40 584 546	41 920 132	60 307 314	66 748 098
- Creanțe pe termen scurt	26 217 624	26 164 292	26 937 327	20 448 792	23 247 340	16 671 102	23 854 093	23 827 367
- Mijloace bănești și investiții pe termen scurt	35 502	107 708	401 273	155 692	168 215	235 997	234 242	330 932

Sursa: elaborat de autor în baza bilanțului.

Indicatorii întreprinderii ”Tomai-Vinex” S.A., demonstrează o creștere a patrimoniului întreprinderii, în anii 2006-2008, apoi o diminuare, în anii 2009-2011, și o creștere bruscă în anii 2012 și 2013 (cu 34% și 17% corespunzător). Pe parcursul anilor 2006-2009, se urmărește o creștere a activelor pe termen lung, iar în anii 2010-2012, aceștia s-au diminuat nesemnificativ, iar în anul 2013 au crescut brusc. Activele curente, de asemenea, au crescut în anii 2006-2008, s-au micșorat în 2009-2011 și au crescut brusc în anul 2012 cu 44%. Tendința generală a stocurilor de mărfuri și materiale este de creștere a acestora (cu excepția anului 2010), totodată, un factor negativ fiind creșterea bruscă a stocurilor de mărfuri și materiale în anul 2012 (cu 44%). Creanțele pe termen scurt nu au niște tendințe bine conturate, fiind atât în creștere, cât și în descreștere, însă, în anul 2012, acestea, la fel, s-au majorat cu 43%. Dinamica sumei de mijloace bănești este foarte instabilă (o creștere bruscă în anul 2008 și o micșorare în 2009, apoi iarăși o creștere bruscă în anii 2010-2011 și o scădere nesemnificativă în anul 2012). Totodată un factor pozitiv din punct de vedere a lichidității este majorarea mijloacelor bănești și a investițiilor pe termen scurt în anul 2013 cu 41%.

Formarea patrimoniului este efectuată din diferite surse de finanțare. Sursele de finanțare reprezintă totalitatea drepturilor proprietarilor și obligațiunile întreprinderii, care sunt reflectate în pasivul bilanțului. Pentru efectuarea analizei surselor de mijloace vom folosi datele din Tabelul 2.6.

Tabelul 2.6 Indicatorii surselor de mijloace la ”Vinia Traian” S.A.
pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sursele mijloacelor, total	110 171 091	99 150 043	104 168 297	113 622 192	116 747 574	120 576 970	120 432 135	131386880
Capitalul propriu	73 435 891	68 003 189	73 774 255	77 186 690	92 767 988	95 784 127	99 768 381	103289363
Capitalul împrumutat	36 735 200	31 146 854	30 394 042	36 435 502	23 979 586	24 792 843	20 663 754	28 097 517
Datorii pe termen lung	5 039 100	5 039 100	2 471 273	3 263 085	2 476 634	2 476 634	2 371 817	2 651 694
Datorii pe termen scurt	31 696 100	26 107 754	27 922 769	33 172 417	21 502 952	22 316 209	18 291 937	25 445 823

Sursa: elaborat de autor în baza bilanțului.

În general, la întreprinderea ”Vinia Traian” SA nu există o tendință de schimbare a indicatorilor într-o singură direcție. În 2007, se observă o scădere a surselor de finanțare, iar din 2008, dimpotrivă, se produce o creștere, ceea ce este legat atât de schimbarea capitalului propriu, cât și de capitalul împrumutat.

În 2007, s-a conturat o reducere a capitalului propriu, fapt care este evaluat negativ. De asemenea, în această perioadă de raportare, s-a produs o reducere a capitalului împrumutat. În 2008, capitalul propriu al întreprinderii a crescut, fapt estimat ca pozitiv, deoarece presupune o consolidare a stabilității financiare. Capitalul împrumutat s-a micșorat, dar cu o sumă mai mică – 752812 lei, totodată, se observă o creștere a sumei datoriilor pe termen scurt. Anul 2009 se caracterizează printr-o creștere a tuturor indicatorilor. În 2010, s-a redus brusc capitalul împrumutat din cauza reducerii datoriilor pe termen lung și, în special, celor pe termen scurt (peste 30%). În general, creșterea capitalului propriu se consideră pozitivă, dar, în același timp, îngrijorează proporția mare a datoriilor pe termen scurt în capitalul împrumutat, care, dacă sunt utilizate, atunci, întreprinderea nu poate planifica activitățile sale pe termen lung.

Pentru analiza surselor de mijloace ale ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA, vom folosi datele din Tabelul 2.7.

Tabelul 2.7 Indicatorii surselor de finanțare ale ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA
pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sursele mijloacelor, total	57 879 660	53 161 329	50 716 376	50 359 404	48 003 920	45 689 951	47 247 438	48 378 873
Capitalul propriu	40 097 943	41 244 790	38 494 018	36 679 328	34 989 481	35 404 935	35 445 420	35 367 353
Capitalul împrumutat	17 781 717	11 916 539	12 222 358	13 680 076	13 014 439	10 285 016	11 802 018	13 011 520
Datorii pe termen lung	555 659	649 882	0	0	0	0	1 188 716	1 724 739
Datorii pe termen scurt	17 226 058	11 266 657	12 222 358	13 680 076	13 014 439	10 285 016	10 613 302	11 286 781

Sursa: Calculat de autor în baza bilanțului.

Capitalul propriu nu are tendință bine determinată: în anul 2007, el a crescut nesemnificativ, apoi în perioada 2007-2010 descrește, iar în anii 2011-2012, iarăși se majorează. Totodată, ponderea capitalului propriu, în anul 2006, a atins 69%, iar în anul 2013, s-a majorat până la 73%, din sursele de mijloace. Capitalul împrumutat se micșorează semnificativ în anul 2007, din cauza micșorării obligațiunilor pe termen scurt, iar apoi se majorează nesemnificativ în anii 2008-2009 iarăși descrește și în 2009-2013 iarăși crește. Totodată, în anii 2008-2011, la întreprindere lipsesc datoriile pe termen lung, iar de aici putem concluziona că toate fluctuațiile sunt dependente de datoriile pe termen scurt. În anii 2012-2013, capitalul împrumutat s-a majorat din cauza apariției datoriilor pe termen lung și majorării datoriilor pe termen scurt.

Analiza surselor de mijloace a ”Tomai-Vinex” S.A. este efectuată pe baza Tabelului 2.8.

Tabelul 2.8 Indicatorii surselor de mijloace ale ”Tomai-Vinex” S.A.

pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sursele mijloacelor, total	81 657 401	85 018 002	97 040 963	92 627 337	90 074 382	84 302 620	109 436 024	127 571 532
Capital propriu	10 400 107	11 454 865	16 459 926	53 525 645	54 801 056	60 840 924	61 874 942	63 997 897
Capital împrumutat	71 257 294	73 563 137	80 581 037	39 101 692	35 273 326	23 461 696	47 561 082	63 573 635
Datorii pe termen lung	18 604 676	51 880 003	49 799 706	16 693 471	17 462 776	12 340 496	15 070 498	21 187 287
Datorii pe termen scurt	52 652 618	21 683 134	30 781 331	22 408 221	17 810 550	11 121 200	32 490 584	42 386 348

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

Capitalul propriu a crescut brusc în 2009 și, pe parcursul următorilor ani, s-a majorat. Capitalul împrumutat a scăzut brusc în anul 2009 (practic, de două ori, în comparație cu anul 2008, apoi s-a mai micșorat în anii 2009-2011, iar în anul 2012, iarăși a crescut aproape de două ori, iar în anul 2013 încă cu 34%, în special din contul creșterii masive a datoriilor pe termen scurt (de 2,9 ori în comparație cu 2011 și cu 30% în 2013). Dar și datoriile pe termen lung s-au majorat semnificativ în anul 2013 (cu 41%), fapt care la fel a influențat majorarea capitalului împrumutat. În anul 2013 s-a creat o situație interesantă, când capitalul împrumutat practic s-a egalat cu cel propriu.

Pentru a identifica o claritate mai mare cu privire la situația financiară a întreprinderii și capacitățile sale de existență pe piață, este necesar să se analizeze lichiditatea întreprinderii respective. Nivelul lichidității este evaluat prin intermediul coeficienților speciali de lichiditate (Tabelul 2.9).

Tabelul 2.9 Indicatorii de lichiditate la "Vinia Traian" S.A. pentru perioada 2006-2013

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Active curente, lei	82 067 829	71 014 288	75 066 922	75 975 396	79 879 832	84 824 154	86 825 155	99 335 037
Creanțe pe termen scurt, lei	28 780 503	28 447 784	28 699 359	30 245 873	37 146 716	32 690 403	29 256 832	42 382 873
Mijloace bănești și investiții pe termen scurt, lei	3 283 395	1 741 807	1 024 483	1 344 224	3 026 036	3 658 543	3 047 180	4 532 403
Datorii pe termen scurt, lei	31 696 100	26 107 754	27 922 769	33 172 417	21 502 952	22 316 209	18 291 937	25 445 823
Coeficientul lichidității curente	2,5	2,72	2,69	2,29	3,71	3,80	4,75	3,90
Coeficientul lichidității intermediare	1,01	1,15	1,06	0,95	1,87	1,63	1,77	1,84
Coeficientul lichidității absolute	0,1	0,07	0,04	0,04	0,14	0,16	0,17	0,18

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

La întreprinderea "Vinia Traian" S.A., nu au fost observate schimbări stabile ai indicatorilor de lichiditate. În 2007, la întreprindere, s-a produs o creștere a coeficientului lichidității curente, dar acest fapt nu poate fi considerat pozitiv, deoarece valoarea acestui coeficient a depășit valoarea normativă (2-2,5). Dacă, în anul 2006 și 2009, acesta corespunde normelor și atunci în următorii ani coeficientul este mai mare decât norma admisibilă. În anii 2008 și 2009, are loc o diminuare a normativului acestui coeficient, dar mărimea sa este, în continuare, mai mare sau în limitele standardului (pentru fiecare leu de datorii întreprinderea dispune de active în mărime de 2,69 lei și respectiv 2,29 lei corespunzător), în timp ce, în anii 2010-2012, valoarea acestui coeficient a crescut în continuare, atingând 4,75 lei în anul 2012. O astfel de mărime ridicată a coeficientului indică o structură nerațională a activelor întreprinderii, și anume o parte semnificativă a mijloacelor întreprinderii este înghețată în formă de stocuri de mărfuri și materiale, în loc să fie investite și obținut un profit suplimentar. Situația creată poate fi explicată prin depășirea ritmului de creștere ale activelor curente a ritmului de creștere a datoriilor pe termen scurt.

Mărimea coeficientului lichidității intermediare în perioadele 2006-2008 și 2010-2013, este mai mult de 1, adică întreprinderea este capabilă să-și plătească la timp datoriile, fără necesitatea de a realiza stocuri și, doar în 2009, aceasta a scăzut sub 1. În acest caz, mărimea acestui coeficient depășește normativul în 2007-2008 și 2010-2013, fapt ce ne vorbește despre o utilizare inefficientă a resurselor. În același timp, valorile coeficientului de lichiditate absolută, în șase perioadele de raportare, sunt cu mult mai mici decât cele normative, în special, în perioada 2007-

2009, și, doar în perioada 2010-2013, acest coeficient a crescut în mod semnificativ, dar nu a atins mărimea normativă (0,2-0,25). Acest lucru denotă faptul că întreprinderea nu este capabilă să plătească imediat partea cea mai mare a datoriilor sale. Indiferent de faptul majorării mijloacelor bănești, obligațiunile pe termen scurt la fel au crescut în anul 2013, considerente din care coeficientul lichidității absolute așa și nu a atins normativul. La compararea cu coeficientul lichidității intermediare, putem concluziona că întreprinderea dispune de o mare parte de creanțe pe termen scurt, ceea ce înseamnă că partea cea mai importantă a mijloacelor bănești este înghețată în creanțe pe termen scurt.

Analiza lichidității la "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA este efectuată în baza datelor din Tabelul 2.10.

Tabelul 2.10 Indicatorii de lichiditate la "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA pentru perioada 2006-2013

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Active curente, lei	27 048 667	26 935 079	27 841 695	28 898 757	28 932 721	27 624 008	29 675 010	31 199 878
Creanțe pe termen scurt, lei	11 010 073	9 818 750	9 262 885	8 668 581	10 544 647	11 154 460	10 759 927	8 711 745
Mijloace bănești și investiții pe termen scurt, lei	207 341	2 869	2 029	36 007	14 240	6 388	9 076	3 299
Datorii pe termen scurt, lei	17 226 058	11 266 657	12 222 358	13 680 076	13 014 439	10 285 016	10 613 302	11 286 781
Coeficientul lichidității curente	1,57	2,39	2,28	2,11	2,22	2,69	2,80	2,76
Coeficientul lichidității intermediare	0,65	0,87	0,76	0,64	0,81	1,09	1,01	0,77
Coeficientul lichidității absolute	0,012	0,0003	0,0002	0,003	0,001	0,0006	0,0009	0,0003

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

Coeficientul lichidității curente, cu excepția anului 2006 și a anilor 2011-2013, corespunde normativelor, dar putem, totodată, urmări și fluctuații puternice. În anul 2006, el este cu mult mai mic decât normativul, iar în 2011-2013, el a depășit puțin normativul. Coeficientul lichidității intermediare, de asemenea, are o fluctuație mare de la 0,65 până la 1,09 și, doar în anii 2011-2012, corespund normativului. Coeficientul lichidității absolute este cu mult mai mic decât normativul, la fel micșorându-se mult în anii 2007-2008. Și chiar dacă, ulterior a înregistrat o creștere, aceasta a fost nesemnificativă. Deși întreprinderea dispune de surse lichide, însă, cea mai mare parte a acestora este mai puțin lichidă (stocurile de materii și materiale), fapt ce denotă niște probleme importante ce există la întreprinderea în cauză, vis-a-vis de stingerea obligațiunilor sale.

Analiza lichidității la ”Tomai-Vinex” SA este efectuată în baza datelor din Tabelul 2.11.

Tabelul 2.11 Indicatorii de lichiditate la ”Tomai-Vinex” SA pentru perioada 2006-2013

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Active curente, lei	58 830 030	60 436 993	70 590 348	65 798 335	64 100 867	58 880 129	84 497 174	91 561 778
Creanțe pe termen scurt, lei	26 217 624	26 164 292	26 937 327	20 448 792	23 247 340	16 671 102	23 854 093	23 827 367
Mijloace bănești și investiții pe termen scurt, lei	35 502	107 708	401 273	155 692	168 215	235 997	234 242	330 932
Datorii pe termen scurt, lei	52 652 618	21 683 134	30 781 331	22 408 221	17 810 550	11 121 200	32 490 584	42 386 348
Coeficientul lichidității curente	1,12	2,79	2,29	2,94	3,60	5,29	2,60	2,16
Coeficientul lichidității intermediare	0,50	1,21	0,89	0,92	1,34	1,52	0,74	0,57
Coeficientul lichidității absolute	0,0007	0,005	0,01	0,007	0,009	0,02	0,007	0,008

Sursa: Calculat de autor în baza bilanțului.

Datele din tabel relevă fluctuații mari ale tuturor indicatorilor lichidității pe parcursul a 8 ani, fapt ce ține atât de fluctuațiile datoriei pe termen scurt, cât și a activelor curente. Putem afirma că, în linii generale, întreprinderea poate achita toate obligațiunile din contul activelor curente (cu excepția anului 2006), însă un moment negativ îl constituie depășirea mare a normativelor în anii 2011, 2010, 2009 și 2007. Aceasta vorbește despre utilizarea nerațională a activelor. Coeficientul lichidității intermediare, la fel, deviază de la 0,5 în anul 2006 până la 1,52 în anul 2011. Dar, în cele din urmă, este aproape de normă. Iar indicatorii lichidității absolute sunt cu mult mai mici decât normativele și fluctuează la fel de mult pe ani, fapt ce provoacă temeri vis-a-vis de onorarea obligațiunilor de către această întreprindere. Putem concluziona că chiar dacă întreprinderea și dispune de surse lichide, cea mai mare parte a acestora este cu un grad redus de lichiditate (stocuri de materii și materiale), fapt ce poate conduce la probleme cu rambursarea imediată a datoriilor întreprinderii.

Analiza indicatorilor absoluți ai acestor întreprinderi este mai mult 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. Inițial, vom efectua analiza comparativă a indicatorilor lichidității. Pentru aceasta, vom folosi datele din tabelul din Anexa 3. Pentru claritate, vom prezenta dinamica indicatorilor de lichiditate pentru cele trei întreprinderi în formă de figuri (Figurile 2.3, 2.4, 2.5).

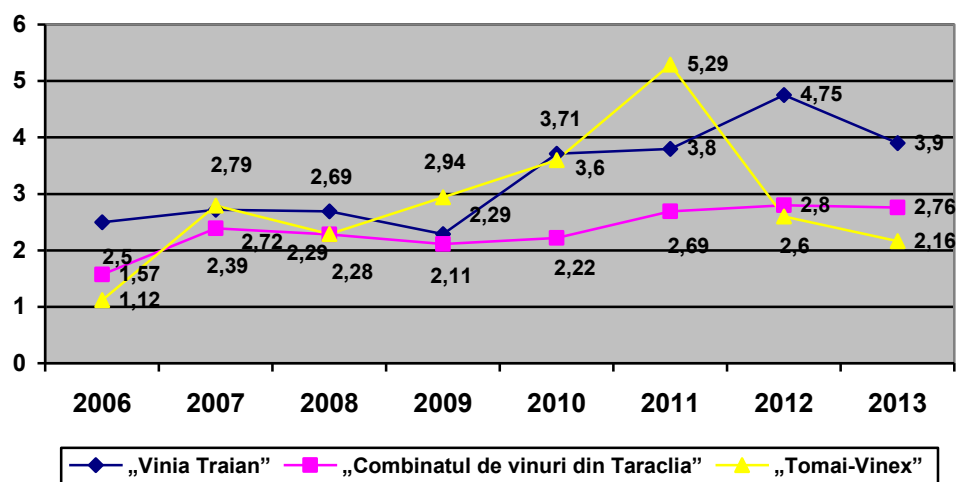


Figura 2.3 Dinamica coeficientului lichidității curente la ”Vinia Traian” SA, ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA și ”Tomai-Vinex” SA, pentru anii 2006-2013

Se observă o tendință mai uniformă la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA al coeficientului lichidității curente, iar cele mai mari fluctuații le putem urmări la întreprinderea ”Tomai-Vinex” SA.

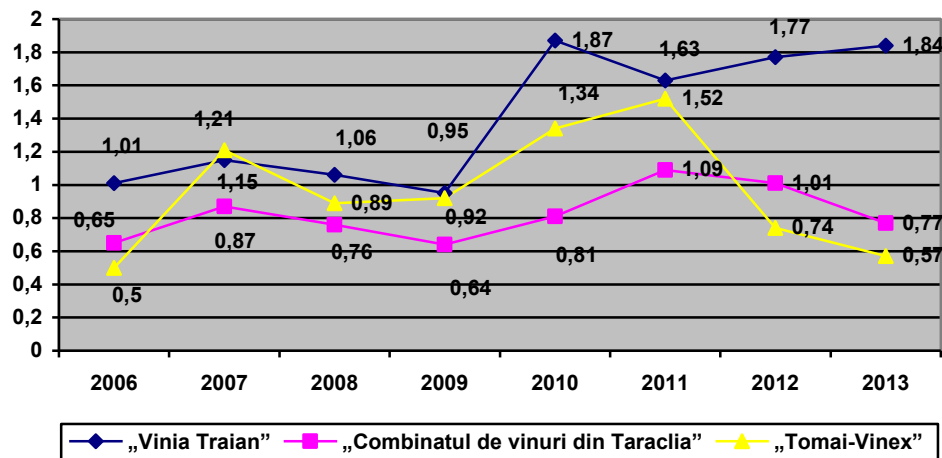


Figura 2.4 Dinamica coeficientului lichidității intermediare la ”Vinia Traian” S.A., ”Combinatul de vinuri din Taraclia” S.A. și ”Tomai-Vinex” S.A., pentru anii 2006-2013

În cazul lichidității intermediare putem observa tendință ca și în cazul lichidității curente, dar că mai stabil pe această poziție se manifestă ”Combinatul de vinuri din Taraclia” S.A., iar la întreprinderile ”Vinia Traian” S.A. și ”Tomai-Vinex” S.A. putem menționa fluctuații mari la acest indicator.

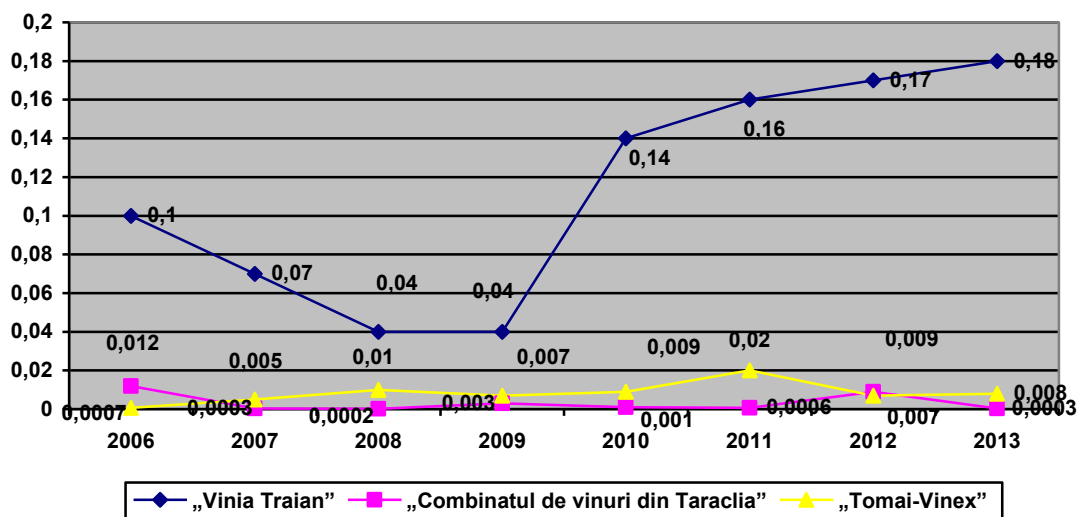


Figura 2.5 Dinamica coeficientului lichidității absolute la ”Vinia Traian” SA,

”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA și ”Tomai-Vinex” SA, pentru anii 2006-2013

La coeficientul lichidității absolute situația este foarte diferită, dar totuși putem menționa o creștere suficient de mare la ”Vinia Traian” SA a indicatorului menționat.

La compararea celor trei întreprinderi, putem constata că, în pofida unor abateri, cea mai favorabilă situație a lichidității este la ”Vinia Traian” SA , în special, în ultimii patru ani, urmează ”Tomai-Vinex” SA (care este supus unor fluctuații majore) și cea mai nefavorabilă situație cu privire la lichiditatea absolută o are ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA.

Cel mai important indicator al situației financiare a întreprinderii este stabilitatea activității sale, de aceea, la următoarea etapă a analizei, se realizează evaluarea stabilității financiare a întreprinderii. Pentru a evalua stabilitatea financiară a întreprinderii urmăriți Tabelul 2.12.

Tabelul 2.12 Indicatorii stabilității financiare la ”Vinia Traian” SA
pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coeficientul autonomiei financiare	66,66	68,59	70,82	67,93	79,46	79,44	82,84	76,61
Coeficientul stabilității financiare	1,99	2,18	2,43	2,12	3,87	3,86	4,83	3,68
Coeficientul de îndatorare	0,50	0,46	0,42	0,47	0,26	0,26	0,21	0,27

Sursa: Calculat de autor în baza bilanțului.

În anii 2007 – 2008, se atestă o creștere a coeficientului autonomiei financiare, care este evaluată pozitiv, deoarece denotă consolidarea independenței financiare a întreprinderii. Dar, în 2009, acesta scade ușor, apoi, în 2010 și 2012, crește brusc. Totodată, în toate perioadele de raportare, valorile acestui coeficient corespund valorii normative ($> 60\%$), care, de asemenea,

este apreciat pozitiv. În opinia noastră mărimea coeficientului autonomiei financiare în anul 2012 este prea mare.

De asemenea, în această perioadă de raportare, se observă o fluctuație spre reducerea coeficientului de îndatorare a întreprinderii. În 2007, pentru fiecare leu al capitalului propriu, reveneau 46 bani de capital împrumutat, în 2008 – deja 42 bani, în 2010-2011 – 26 bani, iar în 2012 – 21 bani, care denotă o scădere continuă a acestui coeficient, fapt considerat pozitiv, care prezintă reducerea dependenței întreprinderii de sursele de împrumut. În anul 2009 și 2013, acest coeficient crește nesemnificativ. În același timp, valorile acestui coeficient, în toate perioadele de raportare, nu depășește o unitate, care, de asemenea, este evaluat pozitiv, ceea ce indică o stabilitate financiară bună a întreprinderii.

Mărimea coeficientului de stabilitate financiară arată că, în 2006, pentru fiecare leu de capital împrumutat, revenea 1,99 lei capital propriu, în 2007 - 2,18 lei, în 2008 – 2,43 lei, în 2009 - o scădere ușoară până la 2,12 lei, iar în 2010 și 2011 o creștere până la 3,87 și 3,86 lei, respectiv. În anul 2012, a avut loc o fluctuație bruscă a acestui indicator cu 25%, adică, în acest an, pentru fiecare leu de capital împrumutat, reveneau 4,83 lei de capital propriu. Prin urmare, s-au produs fluctuații spre creșterea acestui coeficient, care confirmă reducerea dependenței întreprinderii față de surse împrumutate. În anul 2013 acesta s-a micșorat, dar oricum a rămas foarte mare. De asemenea, valorile acestui coeficient pentru cele opt perioade sunt mai mari de 1, ceea ce înseamnă că întreprinderea este financiară stabil.

În continuare, vom calcula coeficientul stabilității financiare la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA (Tabelul 2.13).

Tabelul 2.13 Indicatorii stabilității financiare la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coeficientul autonomiei financiare	69,28	77,58	75,90	72,83	72,89	77,49	75,02	73,10
Coeficientul stabilității financiare	2,25	3,46	3,15	2,68	2,69	3,44	3,00	2,72
Coeficientul de îndatorare	0,44	0,29	0,32	0,37	0,37	0,29	0,33	0,37

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

Datele reflectate în tabel denotă o fluctuație semnificativă a coeficientului autonomiei financiare (o creștere bruscă, în anul 2007, de la 69 la 77%, apoi o scădere și iarăși o majorare mare, în anul 2011, cu o ușoară diminuare în anii 2012-2013), dar, totodată, valoarea coeficientului depășește semnificativ normativul, fapt ce relevă o bună autonomie financiară.

Acest lucru este confirmat și de coeficientul autonomiei financiare și valorile joase ale coeficientului de îndatorare, care a crescut nesemnificativ în anii 2012-2013, dar se află pe o poziție suficient de joasă.

Pentru evaluarea stabilității financiare la "Tomai-Vinex" SA, vom calcula coeficienții (Tabelul 2.14).

Tabelul 2.14 Indicatorii stabilității financiare la "Tomai-Vinex" SA
pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coeficientul autonomiei financiare	12,74	13,47	16,96	57,79	60,84	72,17	56,54	50,17
Coeficientul stabilității financiare	0,15	0,16	0,20	1,37	1,55	2,59	1,30	1,01
Coeficientul de îndatorare	6,85	6,42	4,90	0,73	0,64	0,39	0,77	0,99

Sursa: Calculat de autor în baza bilanțului.

Analiza stabilității financiare la "Tomai-Vinex" SA demonstrează că această întreprindere este financiar stabilă doar în anii 2010-2011. Coeficientul autonomiei financiare și al stabilității financiare sunt suficient de mici în anii 2006-2008, apoi au crescut din nou, în anul 2011 și au scăzut în anii 2012-2013. Coeficientul de îndatorare s-a micșorat semnificativ în anul 2009 (de la 4,90 până la 0,73), însă creșterea acestuia, în anul 2012, în comparație cu anul 2011 (de la 0,39 până la 0,77, practic, de 2 ori) relevă creșterea dependenței întreprinderii de sursele împrumutate.

Analiza profitului întreprinderii începe cu o analiză a profitului până la impozitare. Indicatorii profitului până la impozitare la "Vinia Traian" SA, pentru anii 2006-2013, sunt prezentate în Tabelul 2.15.

La întreprinderea "Vinia Traian" SA, în perioada 2006 - 2007, s-a atestat o tendință de reducere a profitului impozabil. Această modificare a profitului se datorează, în mare măsură, schimbărilor în rezultatele activității operaționale, mărimea căreia a scăzut, ceea ce s-a reflectat negativ asupra sumei profitului de până la impozitare. De asemenea, un impact destul de semnificativ asupra mărimii profiturilor impozabile l-a avut rezultatul din activitatea financiară, suma căruia a scăzut în această perioadă, fapt care, în consecință, a dus și la o scădere a profitului de până la impozitare. Rezultatul din activitatea investițională a ajustat doar puțin tendința generală negativă de reducere a profitului impozabil. În anul 2008, s-a produs o creștere a profitului operațional (dacă, în 2007, s-a observat o pierdere de 6340339 lei, în 2008, deja, s-a obținut un profit de 2142690 lei), fapt care a fost apreciat ca pozitiv, deoarece presupune o îmbunătățire a eficienței activității de bază a întreprinderii. De asemenea, un impact redus asupra

sumeii profiturilor impozabile l-a avut rezultatul din activitățile financiare, suma căruia a scăzut. Rezultatul din activitatea investițională din 2008 a lipsit, de aceea, nu a reflectat nici-un impact asupra profitului de până la impozitare.

Tabelul 2.15 Indicatorii profitului de până la impozitare la "Vinia Traian" SA
pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Venitul din vânzări	33 642 520	43 999 165	51 777 435	36 967 142	43 400 972	28 676 695	49 427 430	57 126 613
Costul vânzărilor	24 657 994	35 684 603	36 701 546	22 533 906	26 480 755	20 116 408	37 730 085	47 646 960
Profit brut	8 984 526	8 314 562	15 075 889	14 433 236	16 920 217	8 560 287	11 697 345	9 479 653
Rezultatul din activitatea operațională	3 176 807	(6 340 339)	2 142 690	2 154 916	12 535 458	2 940 497	4 009 867	2 460 719
Rezultatul din activitatea investițională	800	3 752	0	406 339	68 756	326 688	551 421	681 760
Rezultatul din activitatea financiară	1 577 820	911 726	129 121	1 052 724	2 977 448	(251 046)	(80 331)	844 882
Profitul (pierdere) până la impozitare	4 755 427	(5 424 861)	2 271 811	3 613 979	15 581 662	3 016 139	4 480 957	3 987 361
Profitul net	4 808 872	(5 424 861)	5 771 071	3 613 979	15 581 662	3 016 139	4 003 054	3 508 878

Sursa: calculat de autor în baza raportului cu privire la rezultatele financiare (situației de profit și pierdere).

În 2007, s-a produs o scădere a profitului brut. Creșterea veniturilor din vânzări poate fi considerată pozitivă, deoarece influențează direct proporțional profitul brut. Reducerea lui este atribuită faptului că schimbarea costului vânzărilor depășește schimbarea veniturilor din vânzări. În 2008, se atestă o creștere a profitului brut, care este apreciat pozitiv. Această schimbare, de asemenea, s-a produs ca urmare a modificării veniturilor din vânzări și a costului vânzărilor. Creșterea profitului brut este datorată faptului că ritmul de creștere a veniturilor din vânzări a depășit ritmul de creștere a costului vânzărilor. În 2009, survine o scădere bruscă a veniturilor din vânzări și a costului vânzărilor. Totodată, profitul brut a scăzut nesemnificativ. Rezultatele din activitățile operaționale și de investiții au crescut puțin, iar rezultatul din activitatea financiară a crescut semnificativ (mai mult de 9 ori). Toate acestea au influențat pozitiv asupra creșterii profitului de până la impozitare și profitul net. În 2010, se atestă o creștere, practic, a tuturor indicatorilor, în special a profitului net (mai mult de 4 ori față de 2009), dar acesta a fost începutul trendului. În 2011, s-a redus brusc volumul veniturilor din vânzări, respectiv au scăzut toți indicatorii, cu excepția rezultatelor din activitatea investițională. Cu toate acestea, se constată o pierdere survenită doar din activitățile financiare. În anul 2012, a crescut brusc venitul din vânzări (cu 72%), dar, luând în considerare ritmul de creștere a costurilor din vânzări care a crescut (87%), iar profitul brut s-a majorat doar cu 37%. Profitul impozabil, la fel, a crescut cu

49%, iar profitul net cu 33%. În anul 2013 iarăși a crescut venitul din vânzări, dar costul vânzărilor a avansat mai repede, fapt ce a determinat diminuarea profitului. Rezultatul din activitatea operațională la fel s-a micșorat, și chiar dacă rezultatul din activitatea investițională și financiară au avut tendințe de creștere, venitul impozabil s-a micșorat. În linii generale anul 2013 poate fi considerat un an reușit.

În continuare, vom analiza structura și dinamica indicatorilor profitului la "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA (Tabelul 2.16).

Tabelul 2.16 Indicatorii profitului de până la impozitare la "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Venitul din vânzări	14 522 180	7 943 535	7 031 026	2 426 509	8 120 086	10 452 784	6 220 583	5 891 434
Costul vânzărilor	10 690 516	6 360 930	5 995 674	1 815 732	6 105 775	8 681 820	4 756 252	4 702 555
Profit brut	3 831 664	1 582 605	1 035 352	610 777	2 014 311	1 770 964	1 464 331	1 188 879
Rezultatul din activitatea operațională	(1 353 637)	(2 564 647)	(3 532 635)	(2 731 101)	(575 131)	460 778	(720 318)	(673 289)
Rezultatul din activitatea investițională	410 967	5 938 324	326 533	116 945	(972 549)	46 244	604 787	382 623
Rezultatul din activitatea financiară	(13 456)	1 022 350	(180 379)	768 869	603 084	(125 646)	220 744	373 092
Profitul (pierdere) până la impozitare	(956 126)	4 396 027	(3 386 481)	(1 845 287)	(944 596)	381 376	105 213	82 426
Profit net	(799 016)	4 308 055	(2 857 753)	(1 845 871)	(945 176)	381 376	40 689	82 426

Sursa: calculat de autor în baza raportului cu privire la rezultatele financiare (situației de profit și pierdere).

Datele reflectate în tabel confirmă scăderea semnificativă, practic, a tuturor indicatorilor din anii 2007 - 2009 și creșterea în perioada 2010-2011, fiind urmată de o micșorare semnificativă în anii 2012-2013 (cu 40% față de anul 2011). Venitul din vânzări a scăzut de cca 6 ori din 2006 până în 2009, fapt care s-a reflectat negativ la întreprindere. Chiar dacă, în anii 2010-2011, venitul din vânzări a crescut esențial, ele nu au atins volumul anului 2006. Iar în anii 2012-2013, el iarăși a scăzut. Costul vânzărilor și profitul brut au repetat trendul venitului din vânzări, cu excepția faptului că ritmul de creștere a costului vânzărilor în anul 2011, în comparație cu anul 2010, a depășit ritmul de creștere a venitului din vânzări, după care profitul brut, în anul 2011, s-a micșorat, în comparație cu anul 2010, indiferent de creșterea venitului din vânzări. La fel, un factor negativ constă în prezența pe parcursul, practic, a tuturor anilor (cu excepția anului 2011), a valorii negative a rezultatului din activitatea operațională. Profitul până la impozitare și profitul net doar în anii 2007, 2011-2013 este pozitiv, iar în anul 2007, acesta este mare doar din contul rezultatului înalt din activitatea financiară și investițională. În

întregime, putem afirmă că situația cu profitul la întreprindere nu este favorabilă.

Vom analiza structura și dinamica indicatorilor profitului la ”Tomai-Vinex” SA (Tabelul 2.17).

Tabelul 2.17 Indicatorii profitului până la impozitare la ”Tomai-Vinex” SA
pentru perioada 2006-2013, lei

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Venitul din vânzări	56 301 684	45 352 345	53 458 948	41 488 186	30 528 452	31 397 717	52 029 917	62 646 604
Costul vânzărilor	30 893 911	26 183 575	32 690 683	22 435 431	20 003 407	24 075 194	41 415 152	52 186 389
Profitul brut	25 407 773	19 168 770	20 768 265	19 052 755	10 525 045	7 322 523	10 614 765	10 460 215
Rezultatul din activitatea operațională	1 353 125	1 140 236	1 237 129	991 548	1 344 179	573 648	2 731 327	2 608 748
Rezultatul din activitatea investițională	(3 036)	(1 169 037)	0	(204 327)	(129 519)	0	0	0
Rezultatul din activitatea financiară	(283 867)	1 028 071	2 602 126	36 213 701	(386 164)	5 890 782	202 215	(217 426)
Profitul (pierdere) până la impozitare	1 066 222	106 919	3 839 255	37 000 922	828 496	6 464 430	2 933 542	2 391 322
Profitul net	929 990	(111 887)	4 986 731	37 000 922	828 496	6 464 430	1 219 665	2 269 059

Sursa: calculat de autor în baza raportului cu privire la rezultatele financiare (situației de profit și pierdere).

Se urmărește o ușoară înrăutățire a situației, în anii 2007, 2009-2010, însă, în anul 2012, a avut loc o creștere bruscă a veniturilor din vânzări (cu 66%). Costul vânzărilor a repetat tendințele venitului din vânzări și în anul 2012, la fel, a crescut brusc (cu 72%). Profitul brut în această perioadă, de asemenea, a suportat niște fluctuații, dar s-a micșorat semnificativ. În componența profitului până la impozitare, o pondere mai semnificativă o are rezultatul din activitatea operațională, care, pe parcursul ultimilor 8 ani, a fost pozitiv și, chiar dacă și s-a diminuat, atunci nesemnificativ (mărimea minimală – 573648 lei în 2011, care s-a majorat, practic, de 4 ori, în anul 2012). Rezultatul din activitatea investițională a influențat negativ întreprinderea (a adus pierderi în 2006 – 2007 și în 2009 – 2010, iar în ceilalți ani a fost egal cu zero). Rezultatul din activitatea financiară, la fel, a adus pierderi întreprinderii, în anii 2006, 2010 și 2013, însă în ceilalți ani a fost pozitiv și chiar suficient de semnificativ (de exemplu, în 2008, 2009 și 2011). La întreprinderea menționată situația cu privire la profit până la impozitare este foarte bună, fapt menționat pe toată perioada de examinare. Situația cu profitul net, de asemenea, este suficient de bună, fiind atestată o mică pierdere doar în anul 2007.

La studierea rentabilității întreprinderii, la prima etapă, se analizează nivelul de rentabilitate al vânzărilor din diferite tipuri de profit, utilizând datele din Tabelul 2.18.

Tabelul 2.18 Dinamica nivelului de rentabilitate a vânzărilor la "Vinia Traian" SA
pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilitatea vânzărilor, calculată pe baza: profitului brut	26,7	18,89	29,12	39,04	38,98	29,85	23,67	16,59
profitului din activitatea operațională	9,44	-	4,14	5,83	28,88	10,25	8,11	4,31
profitului de până la impozitare	14,14	-	4,39	9,78	35,90	10,52	9,06	6,98
profitului net	14,29	-	11,15	9,78	35,90	10,52	8,10	6,14

Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere).

În general, la întreprindere, nu sunt tendințe stabile de schimbări ale coeficienților de rentabilitate. Astfel, în anul 2007, comparativ cu anul 2006, se observă o scădere a coeficienților de rentabilitate. Dacă, în 2006, pentru fiecare leu din vânzări a fost primit profit brut de 26,7 bani, atunci în 2007 - era deja de 18,89 bani. Momentul negativ constă în faptul că declinul acestuia a dus la o schimbare a valorii normative: dacă, în anul 2006, coeficientul era în conformitate cu reglementările și mărimea acestuia era mai mare de 25%, atunci în 2007, mărimea sa a devenit mai mică de cea normativă. În 2008 și 2009, nivelul rentabilității brute a crescut, iar în 2010-2013 a scăzut, la început nesemnificativ, apoi mai mult. Totuși, momentul pozitiv este faptul că, în anii 2008-2011, valoarea acestui coeficient depășește valoarea normativă.

În perioada 2006-2007, s-a produs și o reducere a rentabilității operaționale. Dacă, în anul 2006, pentru fiecare leu din vânzări a fost obținut un profit operațional în mărime de 9,44 bani, atunci, în 2007, au fost înregistrate pierderi. De asemenea, se constată o scădere negativă în dinamica rentabilității profitului până la impozitare și rentabilității profitului net. În anul 2008, comparativ cu anul 2007, dimpotrivă, se observă o creștere a tuturor coeficienților rentabilității. Dacă, în 2007, a fost înregistrată o pierdere de 12,33 bani per 1 leu active, atunci, în anul 2008, întreprinderea are deja un profit în mărime de 11,15 bani. În 2009, comparativ cu 2008, practic toți coeficienții rentabilității au crescut, cu excepția doar a rentabilității profitului net, care s-a redus nesemnificativ. În 2010, doar rentabilitatea profitului brut a scăzut ușor, în timp ce ceilalți coeficienți au crescut brusc, dar, în 2011-2012, toți coeficienții rentabilității au scăzut. Cu toate acestea, putem constata îmbunătățirea semnificativă a rentabilității în întreprinderea dată, în special, comparativ cu anul 2007.

În continuare vom analiza rentabilitatea vânzărilor la "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA (Tabelul 2.19).

Tabelul 2.19 Dinamica nivelului de rentabilitate a vânzărilor la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilitatea vânzărilor, calculată pe baza: profitului brut	26,38	19,92	14,73	25,17	24,81	16,94	23,54	20,18
profitului din activitatea operațională	-	-	-	-	-	4,41	-	-
profitului până la impozitare	-	55,34	-	-	-	3,65	1,69	1,40
profitului net	-	54,23	-	-	-	3,65	0,65	1,40

Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere).

Indicatorii rentabilității vânzărilor cu privire la profitul brut sunt suficient de înalți, chiar dacă au fluctuații (se diminuează în anii 2006-2008, apoi cresc brusc, se micșorează în anul 2011, după care, în 2012, iarăși cresc), dar nu coboară mai jos de 14%. Alți indicatori de rentabilitate, practic, nu există, precum și profit din activitatea operațională, profit până la impozitare și profit net, cu excepția anilor 2007, 2011-2013.

Rentabilitatea vânzărilor la ”Tomai-Vinex” SA este analizată în Tabelul 2.20.

Tabelul 2.20 Dinamica nivelului de rentabilitate a vânzărilor la ”Tomai-Vinex” SA pentru perioada 2006-2013, %

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilitatea vânzărilor, calculată pe baza: profitului brut	45,13	42,27	38,85	45,92	34,48	23,32	20,40	16,70
profitului din activitatea operațională	2,40	2,51	2,31	2,39	4,40	1,83	5,25	4,16
profitului până la impozitare	1,89	0,24	7,18	89,18	2,71	20,59	5,64	3,82
profitului net	1,65	-	9,33	89,18	2,71	20,59	2,34	3,62

Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere).

Datele reflectate în tabel denotă că întreprinderea este rentabilă, în special, în baza indicatorului profitul brut. Cu excepția unui singur caz de pierderi (profitul net în anul 2007) toți indicatorii rentabilității sunt pozitivi și, în majoritatea cazurilor, chiar mari (rentabilitatea vânzărilor în baza profitului brut, până în anul 2011 este mai mare de 30%, rentabilitatea în baza profitului până la impozitare și a profitului net, în anul 2009, a fost de 89% și, în 2011, de 20%).

În următoarea etapă a analizei, pentru a determina eficiența de utilizare a activelor vom analiza dinamica rentabilității activelor, investițiilor și a capitalului propriu, pentru care vom folosi datele din Tabelul 2.21.

**Tabelul 2.21 Dinamica rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu
la ”Vinia Traian” SA pentru perioada 2006-2013**

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Profitul (pierderile) până la impozitare, lei	4 755 427	(5 424 861)	2 271 811	3 613 979	15 581 662	3 016 139	4 480 957	3 987 361
Costul activelor, lei	110 171 091	99 150 043	104 168 297	113 622 192	116 747 574	120 576 970	120 432 135	131386 880
Rentabilitatea activelor, %	4,31	-	2,18	3,18	13,35	2,50	3,72	3,03
Profitul net, lei	4 808 872	(5 424 861)	5 771 071	3 613 979	15 581 662	3 016 139	4 003 054	3 508 878
Rentabilitatea investițiilor, %	4,36	-	5,54	3,18	13,35	2,50	3,32	2,67
Capitalul propriu, lei	73 435 891	68 003 189	73 774 255	77 186 690	92 767 988	95 784 127	99 768 381	103 289 363
Rentabilitatea capitalului propriu, %	6,55	-	7,82	4,68	16,80	3,15	4,01	3,40

Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere) și bilanțului.

În 2007, se urmărește o scădere a rentabilității activelor, dacă, în 2006, pentru fiecare leu de active a fost obținut un profit în mărime de 4,31 bani, atunci, în 2007, pentru fiecare leu de active s-a înregistrat o pierdere de 5,47 bani. În perioada 2008-2009, aceasta a crescut puțin, dar un moment negativ poate fi considerat faptul că, în toate perioadele de raportare, mărimea acestui coeficient nu corespunde valorii normative și au fost mai mici decât 10-15%, prin urmare, întreprinderea nu a primit rata cerută a profitului pentru fiecare leu de active. În 2010, rentabilitatea activelor a crescut brusc, dar apoi, din nou, a scăzut la o valoare foarte mică – de 2,5%.

În anul 2007, comparativ cu anul 2006, s-a înregistrat o scădere a rentabilității investițiilor, care este estimată negativ. Dacă, în anul 2006, pentru fiecare leu active a fost obținut profit net de 4,36 bani, atunci, în 2007, întreprinderea a înregistrat o pierdere de 5,47 bani pentru fiecare leu active. În 2008, crește rentabilitatea investițiilor, fapt evaluat pozitiv, deoarece pierderea întreprinderii din anul 2007 a fost înlocuită, în 2008, de profit, dar, în 2009, acest coeficient a scăzut ușor. În perioada 2010-2011, rentabilitatea investițiilor coincide în valori cu rentabilitatea activelor. În anul 2007, se produce, de asemenea, o reducere a rentabilității capitalului propriu până la o valoare negativă, în 2008, a avut loc o creștere a acestuia, iar apoi, din nou, o descreștere în 2009. Dacă, în 2006, pentru fiecare leu de capital propriu a revenit profit net în mărime de 6,55 bani, în 2007 – pierdere de 7,98 bani, în anul 2008, întreprinderea înregistrează

un profit de 7,82 bani, iar în 2009 – 4,68 bani. În 2010, rentabilitatea capitalului propriu, de asemenea, a crescut brusc, iar, în 2011, aceasta a scăzut până la o mărime de 3,15%. În anul 2012, toți indicatorii rentabilității au crescut nesemnificativ, fapt care poate fi considerat pozitiv în evaluarea întreprinderii, însă în anul 2013 a scăzut. Deși, în ultimii șase ani, întreprinderea este rentabilă, dar fără o tendință clară în indicatorii rentabilității, care constituie un punct negativ în evaluarea întreprinderii din partea investitorilor potențiali.

În continuare, vom efectua o analiză a dinamicii rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA, pentru care vom folosi datele Tabelului 2.22.

Tabelul 2.22 Dinamica rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu la ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA pentru perioada 2006-2013

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Profitul (pierderile) până la impozitare, lei	(956 126)	4 396 027	(3 386 481)	(1 845 287)	(944 596)	381 376	105 213	82426
Costul activelor, lei	57 879 660	53 161 329	50 716 376	50 359 404	48 003 920	45 689 951	47 247 438	48 378 873
Rentabilitatea activelor, %	-	8,27	-	-	-	0,83	0,22	0,17
Profitul net, lei	(799 016)	4 308 055	(2 857 753)	(1 845 871)	(945 176)	381 376	40 689	82426
Rentabilitatea investițiilor, %	-	8,10	-	-	-	0,83	0,09	0,17
Capitalul propriu, lei	40 097 943	41 244 790	38 494 018	36 679 328	34 989 481	35 404 935	35 445 420	35 367 353
Rentabilitatea capitalului propriu, %	-	10,44	-	-	-	1,08	0,11	0,23

Sursa: alcătuit de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere) și bilanțului

Cu regret, atât rentabilitatea activelor, precum și rentabilitatea investițiilor și rentabilitatea capitalului propriu, ce excepția anilor 2007, 2011-2013, au demonstrat mărimi negative, deoarece, în loc de profit, au înregistrat pierderi. În anul 2007, indicatorii rentabilității s-au situat la un nivel suficient de înalt, iar, în 2011-2013, la un nivel foarte nesemnificativ.

Vom efectua o analiză a dinamicii rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu la ”Tomai-Vinex” SA, pentru care vom folosi datele Tabelului 2.23.

Cu excepția rentabilității investițiilor și capitalului propriu în anul 2007, toți indicatorii rentabilității sunt pozitivi, dar niște tendințe anumite nu se observă și diapazonul rentabilității este foarte mare (de la 0,13% până la 69,13%), fapt ce demonstrează că nu trebuie să ne orientăm orb doar la valori, ci să căutăm motivele acestor fluctuații în fiecare an. Cu toate acestea, valoarea coeficienților rentabilității este mare.

**Tabelul 2.23 Dinamica rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu la
”Tomai-Vinex” SA pentru perioada 2006-2013**

Indicatorii	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Profitul (pierderile) până la impozitare, lei	1 066 222	106 919	3 839 255	37 000 922	828 496	6 464 430	2 933 542	2 391 322
Costul activelor, lei	81 657 401	85 018 002	97 040 963	92 627 337	90 074 382	84 302 620	109 436 024	127 571 532
Rentabilitatea activelor, %	1,30	0,13	3,96	39,95	0,92	7,67	2,68	1,87
Profitul net, lei	929 990	(111 887)	4 986 731	37 000 922	828 496	6 464 430	1 219 665	2 269 059
Rentabilitatea investițiilor, %	1,14	-	5,14	39,95	0,92	7,67	1,11	1,78
Capitalul propriu, lei	10 400 107	11 454 865	16 459 926	53 525 645	54 801 056	60 840 924	61 874 942	63 997 897
Rentabilitatea capitalului propriu, %	8,94	-	30,30	69,13	1,51	10,63	1,97	3,55

Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare (situației de profit și pierdere) și bilanțului.

Analiza comparativă a rentabilității întreprinderii, de asemenea, este importantă pentru investitori. Pentru realizarea acesteia vom utiliza datele din Anexa 4. Toate cele trei întreprinderi, doar în anii 2011-2013, au avut o rentabilitate pozitivă a activelor, investițiilor și capitalului propriu. În același timp, ”Vinia Traian” SA, numai în anul 2007, a înregistrat pierderi, iar în ceilalți ani toți indicatorii sunt pozitivi, deși nu există tendințe clare. ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA, pe lângă rentabilitatea vânzărilor, dar în 2007, 2011-2013 a avut valori pozitive ale rentabilității activelor, investițiilor și capitalului propriu. La ”Tomai-Vinex” SA, doar în anul 2007 au survenit pierderi de profit net, din aceste motive valoarea rentabilității investițiilor și capitalului propriu este negativă. În ceilalți ani, întreprinderea este rentabilă. Astfel, putem spune că dintre cele trei societăți, cea mai favorabilă situație a rentabilității s-a constatat la ”Vinia Traian” SA, indicatorii căreia deși nu sunt foarte mari, dar sunt mai stabili decât la ”Tomai-Vinex” SA la care indicatorii periodic sunt mai înalți, dar nu sunt stabili.

Un alt aspect important al analizei financiare a situației întreprinderii constă în analiza activității operaționale, care se realizează prin calcularea coeficienților rotației capitalului, activelor curente, creanțe pe termen scurt și datorii comerciale pe termen scurt. Generalizarea datelor tuturor celor trei întreprinderi sunt prezentate în Anexa 5. Pentru ”Vinia Traian” SA, tendința generală constă în creșterea indicatorilor de rotație în perioada 2006-2008 și micșorarea lor în anul 2009. În 2010, rotația capitalului, a activelor curente și a datoriei comerciale pe termen scurt au crescut, dar, în 2011, toți indicatorii au scăzut. În 2012-2013, toți indicatorii de rotație s-au majorat semnificativ cu excepția rotației creanțelor pe termen scurt și a datoriilor comerciale pe termen scurt în anul 2013.

”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA se caracterizează prin faptul că, de la valori mari ale indicatorilor de rotație în 2006, aceștia au scăzut esențial, în 2007-2009, majorându-se puțin în 2010-2011. Iar tendința anilor 2012-2013 este de micșorare a tuturor indicatorilor de rotație.

La ”Tomai-Vinex” SA, nu se observă un trend unic, în toți acești ani, toți indicatorii de rotație atât s-au majorat, cât și s-au micșorat. Iar dacă e să facem o comparație, atunci cei mai mari indicatori sunt la ”Tomai-Vinex” SA în majoritatea anilor din perioada analizată.

Rezumând datele analizei pentru fiecare întreprindere, în mod individual, afirmăm că pentru ”Vinia Traian” SA, în 2007, se observă o scădere aproape a tuturor indicatorilor, în anul 2008, apare o îmbunătățire a lor. În perioada 2009-2012, mulți dintre indicatorii activității întreprinderii s-au îmbunătățit. Această legitate nu se aplică indicatorilor de lichiditate, care se reduc în 2008, dar apoi, în perioada 2010-2012, a crescut brusc și stabilitatea financiară, a cărei mărime este în continuă creștere pe parcursul a șapte ani studiați. În linii generale, putem spune că, deși au existat unele fluctuații ale unor indicatori, situația la întreprindere este benefică și aceasta s-a isprăvit atât cu urmările embargoului, cât și al crizei.

Pentru ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA, este caracteristică o valoare scăzută a lichidității absolute pe parcursul a 8 ani și a indicatorilor rentabilității (cu excepția anilor 2007, 2011-2013), fapt ce ține de pierderi semnificative. Mulți dintre indicatorii absoluți ai activității întreprinderii, de asemenea, s-au diminuat pentru perioada analizată. Iar indicatorii activității operaționale s-au micșorat în 2007-2009, s-au îmbunătățit nesemnificativ în 2010-2011 și, iarăși, s-au diminuat în anii 2012-2013.

Situația financiară la ”Tomai-Vinex” SA se caracterizează ca fiind nestabilă, dar cu indicatori suficient de buni, atât de rentabilitate, cât și de rotație, atât absoluți, cât și relativi. Și doar lichiditatea absolută se caracterizează cu un nivel scăzut. Însă, în linii generale, întreprinderea activează bine și este rentabilă.

În general, putem spune că perioada analizată se deosebește prin condiții socio-politice foarte complexe, la care sunt aliniați încă doi factori negativi pentru întreprinderile producătoare de băuturi alcoolice: embargoul Rusiei și începutul crizei economice în această perioadă. Prin urmare, factorii externi politici și economici au influențat puternic activitățile acestor întreprinderi și, în consecință, rezultatele și valorile acestora.

O astfel de analiză factorială detaliată a situației financiare a întreprinderii permite managerilor de a identifica punctele vulnerabile din situația financiară a întreprinderii pentru a determina principalele domenii de influență pentru îmbunătățirea lor. În același timp, realizând această analiză financiară, investitorul poate, prin compararea stării generale a țării și a sectorului, să aleagă întreprinderea care prezintă, pentru el, un interes potențial.

2.4. Concluzii la Capitolul 2

Rezumând conținutul expus în acest capitol, vom face următoarele concluzii.

1. Procesul de gestiune a valorii necesită, în primul rând, cunoașterea valorii propriu-zise, care se realizează prin estimarea acesteia. Astfel, există trei abordări de bază privind determinarea valorii patrimoniului întreprinderii – prin venit, prin cheltuieli și de piață (comparativă). Totodată, analiza comparativă a arătat că niciuna dintre acestea nu poate fi folosită ca primara/bază, deoarece fiecare dintre ele prezintă anumite avantaje și dezavantaje. De aceea, pentru a determina valoarea finală a valorii de piață (juste) a întreprinderii sunt analizate avantajele și dezavantajele abordărilor utilizate și calitatea informațiilor obținute, pentru fiecare, a coeficientului de pondere. Cu toate acestea, trebuie remarcat faptul că atribuirea coeficienților este prerogativa estimatorului, și are o dependență semnificativă față de calificările și imparțialitatea acestuia.
2. Aplicarea directă a metodelor clasice, în Republica Moldova, este dificilă din cauze obiective, precum: dezvoltarea insuficientă a pieței autohtone de valori mobiliare; accesul limitat la informații; necesitatea introducerii unui număr mare de ajustări, ce țin de lipsa de transparență a evidenței contabile; incertitudinea cu privire la planificarea pe termen lung, în condițiile actuale, duce la dificultăți în aplicarea abordării metodei veniturilor privind evaluarea; evaluarea contabilă a activelor este redusă, în mod semnificativ, în comparație cu evaluarea de piață.
3. Metoda de evaluare a întreprinderilor pe baza veniturilor viitoare actualizate prezintă o serie de avantaje și dezavantaje. Ea oferă posibilitatea de a reflecta venitul viitor al întreprinderii, de care este cel mai interesat investitorul. Totodată, se iau în considerare riscul de investire, ritmurile posibile ale inflației și situația de pe piața prin rata de actualizare. Această metodă permite să se ia în considerare amortizarea morală a întreprinderii, indicator al căreia este o majorare a valorii de piață (juste), obținută prin metoda de acumulare a activelor, față de mărimea valorii de piață, obținută prin metoda de actualizare a veniturilor viitoare. Practica mondială arată că această abordare determină mai exact valoarea de piață a întreprinderii, dar utilizarea ei este complicată din cauza complexității efectuării unei prognoze mai exacte. Alte dezavantaje ale abordării prin metoda veniturilor sunt erorile în determinarea altor parametri – riscul în afaceri, costul capitalului atras și acționar, precum și ritmurile de creștere a fluxului de numerar după perioada previziunii.
4. Cel mai important element al sistemului gestiunii valorii întreprinderii este determinarea

acesteia. Dar, în metodele de evaluare existente, nu sunt permise unele controverse. Metodele tradiționale de abordare prin cheltuieli nu țin cont de efectele, care decurg din condițiile economiile de piață în curs de dezvoltare, cum ar fi schimbarea ritmurilor de creștere, predictibilitatea slabă a rezultatelor activității. Calcularea valorii businessului în cadrul unei abordări prin metoda de piață nu ia în considerare îndeajuns indicatorii financiari ai activității întreprinderii (rentabilitatea capitalului, coeficientul de reinvestire). Ca consecință, metodele actuale de evaluare nu permit determinarea influenței acțiunilor de management pentru a crește valoarea întreprinderii. De asemenea, una dintre probleme esențiale în metoda abordării prin venit este prognozarea ratei de actualizare.

5. Având în vedere faptul că piața din Republica Moldova este mică, aceasta nu are atât de multe întreprinderi similare, multe dintre care nu au fost vândute niciodată, prin urmare, pentru utilizarea metodei comparative, se pot folosi informații despre întreprinderile similare din alte țări. Dar, totuși, trebuie să fie luate în considerare la calculare factorul de risc de țară, care este diferit pentru țările dezvoltate și cele în curs de dezvoltare.
6. În scopul de a aduce rezultatele de gestiune a valorii întreprinderii la estimarea valorii de piață (juste), în calitate de indicator integrat trebuie utilizați indicatorii ce țin nu doar de informații interne, dar și de piață. Preventiv, poate fi utilizată informația, care include multiplicatori utilizați în estimarea valorii bazate pe abordarea comparativă, care sunt mărimi standardizate ale valorii față de profit, valoare de bilanț sau a volumului de vânzări. Multiplicatorii permit compararea valorii diferitelor întreprinderi, atât în cadrul ramurii, cât și a pieței, în general. Și mai amplu, referitor la informațiile de piață, sunt multiplicatorii relativi, care permit delimitarea întreprinderilor din punct de vedere al posibilităților de formare a valorii, în comparație cu tendințele medii de piață.
7. Potrivit acestor 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 determinarea 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.
8. A fost efectuată analiza financiară detaliată a trei companii diferite din domeniul producerii băuturilor alcoolice timp de opt ani – 2006-2013. Această perioadă este caracterizată cu condiții economice complicate pentru întreprinderile din acest domeniu,

deoarece, în anul 2006, a fost impus embargoul pentru băuturile alcoolice moldovenești din partea Federației Ruse care s-a repetat și în anul 2013, iar, în 2008, a izbucnit criza financiară și economică. De aceea, în urma analizei a fost dificilă determinarea tendințelor în activitățile acestor întreprinderi, deoarece indicatorii activității au fost influențați de factorii externi.

9. Analiza indicatorilor absoluți ai acestor întreprinderi este, în special, necesară pentru managerii întreprinderilor pentru a identifica problemele și a găsi modalități de a le rezolva, în timp ce investitorii sunt cointeresați mai mult de analiza comparativă a indicatorilor relativi. Pentru "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA, a fost efectuată o analiză comparativă a caracteristicilor companiei, precum lichiditatea și rentabilitatea. La compararea celor trei companii, conform indicatorilor lichidității, putem constata că, în ciuda unor abateri, totuși, o situație mai favorabilă a lichidității se atestă la "Vinia Traian" SA. Analiza comparativă a indicatorilor rentabilității a arătat că cele trei societăți, abia în 2011-2013, au avut o rentabilitate pozitivă a activelor, investițiilor și a capitalului propriu. Totodată, "Vinia Traian" SA, doar în anul 2007, a avut pierderi, iar în alți ani, toți indicatorii sunt pozitivi, deși tendințe sigure nu pot fi urmărite. "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA, pe lângă rentabilitatea vânzărilor, doar în anii 2007 și 2011, a avut valori pozitive ale rentabilității activelor, investițiilor și a capitalului propriu. "Tomai-Vinex" SA, doar în 2007, a înregistrat pierderi la profitul net, iar în toți ceilalți ani a arătat o activitate rentabilă, deși cu mari fluctuații. Astfel, putem constata că cea mai stabilă întreprindere, din punct de vedere al rentabilității, este "Vinia Traian" SA.

3. GESTIUNEA VALORII ÎNȚREPRINDERII ȘI METODOLOGIA DE PERFEȚIONARE A SISTEMULUI DE GESTIUNE BAZAT PE ABORDAREA VALORII

3.1. Determinarea valorii întreprinderii și a factorilor ce influențează valoarea

O parte importantă a teoriei și practicii de gestiune a valorii întreprinderii constă în formarea algoritmului de determinare, precum și identificarea factorilor-cheie ai valorii.

Modelul simplificat de evaluare a întreprinderii, ca a unui sistem de modele economico-matematice interdependente, este prezentat în Anexa 6.

Creșterea valorii întreprinderii este posibilă doar în cazul unei gestiuni eficiente a procesului de formare a acesteia. Mecanismul de gestionare a procesului de formare a valorii întreprinderii, în opinia noastră, poate fi reprezentat ca o succesiune de acțiuni în analiza economico-financiară și în scopul identificării factorilor-cheie, care influențează cel mai mult asupra mărimii valorii, a elaborării ulterioare și realizării strategiei, care are drept scop creșterea valorii de piață (juste) a întreprinderii.

Identificarea factorilor-cheie care influențează asupra mărimii valorii, în special a parametrilor de activitate, care determină, de fapt, valoarea afacerii, reprezintă cea mai importantă etapă din realizarea conceptului de gestiune a valorii. *În primul rând*, determinarea corectă a acestora ajută managerii să înțeleagă căror factori se datorează apariția valorii. *În al doilea rând*, delimitarea factorilor conform nivelurilor permite identificarea priorităților corespunzător direcțiilor de asigurare a resurselor. *În al treilea rând*, acești factori care influențează mărimea valorii ajută managerii și personalul unităților de afaceri să se asocieze pe baza priorităților-cheie ale întreprinderii.

În scopul gestionării trebuie elaborat un astfel de sistem al factorilor ce influențează mărimea valorii, care va stabili clasamentul lor ierarhic (delimitarea potrivit treptelor până la cel mai detaliat nivel), va identifica principalii indicatori pentru fiecare unitate în parte și va stabili angajatul responsabil pentru acești parametri. Detalierea este necesară pentru a asocia factorii ce influențează mărimea valorii cu acei indicatori, pe baza cărora se iau direct decizii la nivel funcțional și operațional. Potrivit celor subliniate de către T. Couplend, ”factorii generali de influență a mărimii valorii, precum creșterea volumului de vânzări, profitul din activitățile de bază, rotația capitalului, se aplică în mod egal la aproape toate unitățile de afaceri, dar le lipsește exactitate, cu aport mic la nivel inferior” [31].

Anexa 7 arată cum se produce analiza factorilor ce influențează mărimea valorii la diferite nivele: la nivelul de sus – determinarea factorilor comuni, la nivelul departamental – specifici pentru această unitate de afacere, la nivel inferior – identificarea indicatorilor specifici de bază,

care pot fi influențați, în mod direct, de deciziile operaționale ale managerilor de nivel inferior.

La fiecare dintre aceste niveluri, procesul de determinare a factorilor ce influențează mărimea valorii parcurge două etape – identificarea factorilor și stabilirea priorităților.

În mod tradițional, factorii ce influențează mărimea valorii sunt determinați prin divizarea indicatorilor utilizați în calculul valorii întreprinderii, pe componente separate. Un proces similar poate fi demonstrat în forma unui arbore cu niveluri diferite de detaliere. Este foarte important să se stabilească ierarhia indicatorilor care influențează valoarea întreprinderii și să se identifice cei mai importanți. Arborele factorilor, pentru majoritatea companiilor, este reprezentat în Anexa 8.

În această figură, pot fi incluși nu doar indicatori cantitativi, ci și calitativi. O condiție necesară, în acest caz, este posibilitatea evaluării cantitative a influenței asupra unui indicator sau a unui grup de indicatori calitativi. Pe lângă delimitarea treptată a indicatorilor fluxurilor de numerar în factori de influență ai valorii, am elaborat o altă metodă pentru determinarea acestora. Algoritmul propus se bazează pe interdependența dintre diferiți indicatori de activitate, apăruiți în urma aprobării anumitor decizii strategice.

Algoritmul de determinare a factorilor ce influențează mărimea valorii, elaborat de noi, este format din următoarele etape:

1. Identificarea factorilor de influență asupra valorii de primul 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 (pozitiv sau negativ).
2. Determinarea raportului factorilor de primul nivel cu indicatorii care reflectă eficiența activității și modificărilor în componența activelor și pasivelor întreprinderii.
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 disponibilităților de numerar.
5. Determinarea parametrilor cantitativi, care reflectă gradul de influență a fiecărui factor asupra altora.

Schimbarea unui factor nu întotdeauna se reflectă doar în creșterea sau scăderea valorii. Unii factori pot simultan crea și distruge valoarea companiei. Un astfel de exemplu l-ar putea constitui creșterea valorii activelor, de exemplu, în urma reevaluării. În acest caz, se produce o creștere a amortizării, fapt ce determină creșterea fluxului de numerar prin reducerea profitului imposibil, dar îl scade din cauza creșterii mărimii impozitului pentru imobil. În plus, apare o scădere a rentabilității activelor, ceea ce duce la o scădere a ritmului de creștere a fluxului de

numerar. Un alt exemplu este creșterea fondului de salarizare, ceea ce presupune o creștere a sumei contribuțiilor sociale în buget, care urmează să fie incluse în consumurile și cheltuielile întreprinderii. Prin urmare, putem vorbi de prezența interdependenței dintre indicatori.

Următorul pas în analiza factorilor de influență asupra mărimii valorii întreprinderii îl reprezintă identificarea factorilor-cheie de influență a valorii, în special a celor ai căror schimbare, în mare parte, influențează valoarea întreprinderii. Acest obiectiv se realizează prin aplicarea indicatorului de elasticitate. Realizat pe baza modelului extins/complex de flux de disponibilități de numerar, pe baza unor factori de influență a mărimii valorii identificați, elasticitatea arată influența modificării mărimii factorilor asupra mărimii valorii capitalului acționar în procente (de exemplu, schimbarea mărimii ratei de actualizare cu 1% duce la scăderea valorii întreprinderii cu 2%). Acest lucru va permite clasificarea factorilor identificați conform gradului lor de importanță pentru identificarea factorilor-cheie de influență asupra mărimii valorii.

Autorul a elaborat următorul mecanism de evidență a incertitudinii la realizarea alternativelor strategice:

1. Analiza situației financiare a întreprinderii și pregătirea datelor inițiale pentru prognozarea fluxului de numerar. În limitele mecanismului de evidență al incertitudinii, această etapă este necesară pentru pregătirea datelor inițiale, implicate în previziunile fluxului disponibil de numerar, precum și pentru determinarea ratei de actualizare și a celor mai importante riscuri ale întreprinderii.
2. Alegerea metodei de determinare a valorii întreprinderii și crearea modelului de previziune a fluxurilor de numerar. Această etapă se realizează conform unor astfel de parametri ai fluxurilor de numerar estimate, precum profitul lor în perioadele de decontare și rata de actualizare. Potrivit celor menționate anterior, trebuie selectată metoda cu valoarea actuală maximă a fluxurilor de numerar din perioada de previziune, ceea ce va reduce eroarea de prognoză.
3. Determinarea factorilor de influență asupra mărimii valorii pentru alternativa strategică analizată, efectuată cu ajutorul algoritmului elaborat în lucrare de construcție a lanțului valoric.
4. Analiza sensibilității și selectarea factorilor-cheie de influență ai valorii (parametrii critici). Ca urmare a acestei etape, se produce evidențierea factorilor care au cel mai mare impact asupra valorii businessului.
5. Efectuarea experimentului statistic pe baza modelului construit al fluxului de numerar, care este programat prin intermediul MS EXCEL.
6. Interpretarea rezultatelor experimentului statistic. Rezultatele modelării imitate

reprezintă un material statistic valoros, care include în sine histograma indicatorului eficienței economice, mărimea minimă și maximă a indicatorului luând în considerare intervalele de schimbare a factorilor, abaterea standard, coeficientul de fluctuație și altele.

Conform unui studiu detaliat al metodelor de calculare a valorii întreprinderii, bazate pe actualizarea fluxului de disponibilități de numerar, precum și ținând cont de algoritmul elaborat de determinare a factorilor de influență a 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 3.1).

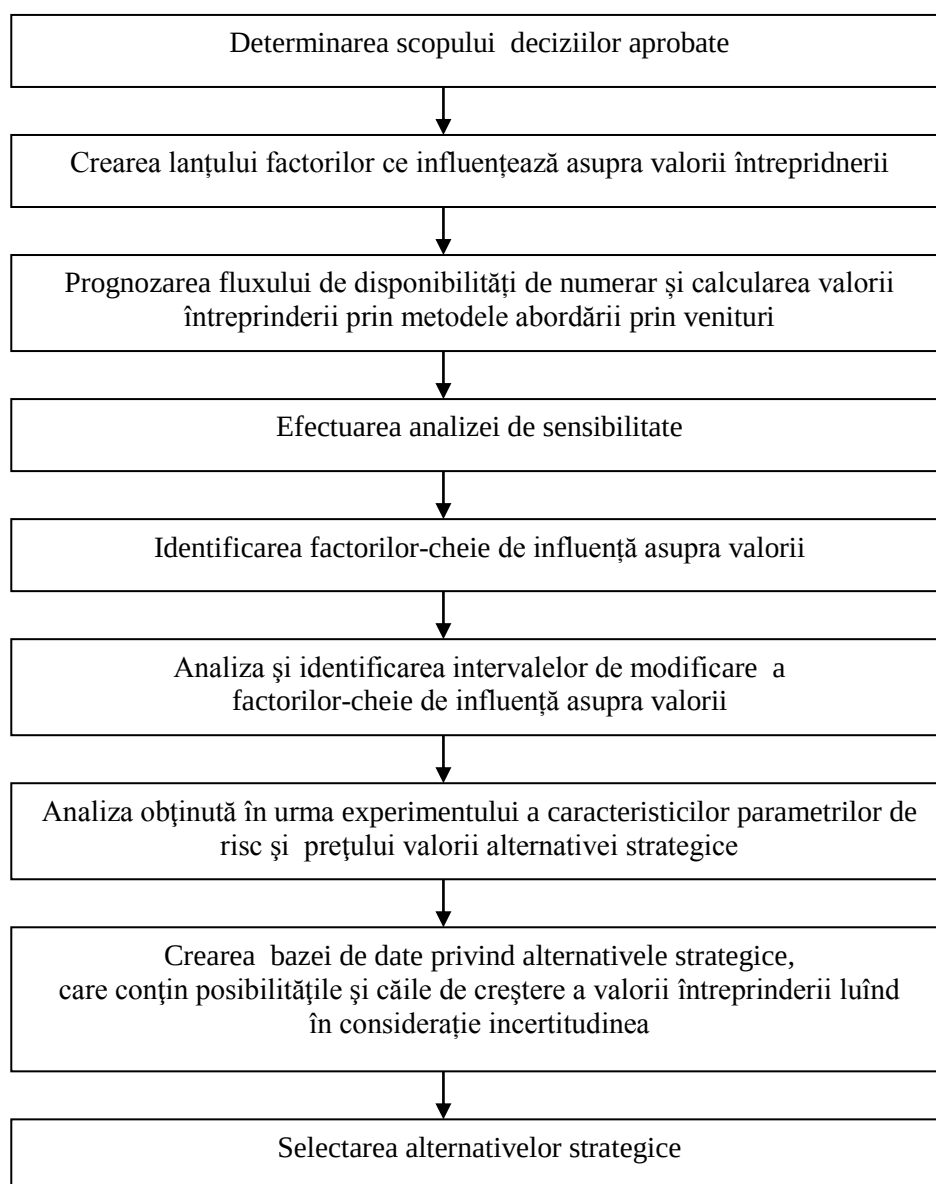


Figura 3.1 Schema analizei alternativelor strategice conform principiilor de gestiune a valorii în condiții de incertitudine

Sursa: elaborată de autor

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

Pentru elaborarea sistemului de gestiune al întreprinderii, din punct de vedere al valorii sale, nu este suficientă organizarea procesului de evaluare periodică. Mecanismul de gestiune a creării valorii întreprinderii trebuie să includă măsuri privind analiza economică pentru identificarea factorilor, care «mișcă valoarea», prin elaborarea ulterioară și realizarea strategiei, cu cel mai mare impact pozitiv asupra mărimii sale.

Mecanismul de gestiune a proceselor de formare a valorii funcționează în continuu. La crearea valorii, nimic nu este definitiv și toate acțiunile preventive se schimbă în funcție de transformarea mediului sau apariția noilor oportunități, care pot majora valoarea întreprinderii. Variabilitatea mediului intern și extern al întreprinderii condiționează necesitatea ajustării adecvate și a algoritmilor de luare a deciziilor.

În teză, se propune a numi drept factor de influență asupra mărimii valorii orice variabilă care a influențat-o. Trebuie să se determine ierarhia acestor factori, să se stabilească care dintre ei deține cel mai mare grad de elasticitate, și să se consolideze responsabilitatea pentru acest parametru după actorii implicați în atingerea obiectivelor întreprinderii.

Totodată, trebuie menționat faptul că, în conformitate cu ”principiul Pareto”, 20% dintre factorii de influență asupra valorii contribuie cu 80% la crearea acesteia și sunt de bază. Cea mai importantă sarcină a managerilor întreprinderii constă în identificarea factorilor-cheie și stabilirea unui control aspru asupra lor. Dacă, în calitate de indicatori rezultativi ai activității întreprinderii, vom considera fluxul de mijloace bănești, atunci valoarea întreprinderii date poate fi exprimată prin următoarea formulă [35]:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t - CF_{Bt}}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^T V_t \quad (3.1)$$

unde, V exprimă valoarea întreprinderii;

V_t – valoarea creată de fluxul de numerar în perioada t ;

CF_t – fluxul de numerar generat de afaceri în perioada t ;

CF_{Bt} – fluxul de numerar împrumutat și atras în perioada t ;

r – rata de actualizare.

Toți factorii, care influențează într-un anumit fel businessul, se reflectă în mărimea finală a valorii conform parametrilor din formula (3.1.). Fluxurile de numerar, rata de actualizare și timpul formează, astfel, primul nivel al factorilor de formare a valorii. Fiecare, la rândul lor, poate fi divizat în indicatorii de nivelul doi și de mai jos, dintre care, din nou, se evidențiază cei a

căror schimbare vor influența mai mult asupra modificărilor valorii businessului.

Mărimea finală a valorii depinde concomitent de toți factorii, dar contribuția acestor factori la mărimea finală a valorii nu este aceeași. Mai degrabă, influența unuia dintre factori va fi mult mai importantă, de aceea, acestuia ar trebui să i se acorde mai multă atenție decât celorlalți în procesul de gestiune.

Cea mai importantă sarcină a unui manager este identificarea factorilor a căror modificare au avut un impact mai semnificativ asupra valorii businessului, precum și instituirea unui control riguros asupra importanței lor. Gradul acestei influențe poate fi evaluat prin intermediul indicatorului elasticității. Abordarea propusă în această cercetare ia în considerare nu numai elasticitatea, dar, de asemenea, variabilitatea anumitor indicatori individuali sub influența mediului înconjurător. În plus, se propune să se evalueze expunerea factorilor-cheie de influență asupra valorii influenței gestiunii. Termenul de gestiune reflectă posibilitatea managementului, să influențeze strict asupra mărimii indicatorului. De exemplu, dacă vom compara efectele expunerii gestiunii factorilor fluxului de numerar și a cotei de impozitare, putem atesta că, în majoritatea cazurilor, prin utilizarea unor măsuri pentru gestiunea eficientă a producerii, politicii tarifare, stingerii creanțelor pe termen scurt etc., se poate obține o schimbare relativă mai semnificativă a fluxurilor de numerar, comparativ cu economiile din impozite.

În teză, propunem următorul algoritm de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii (Figura 3.2).

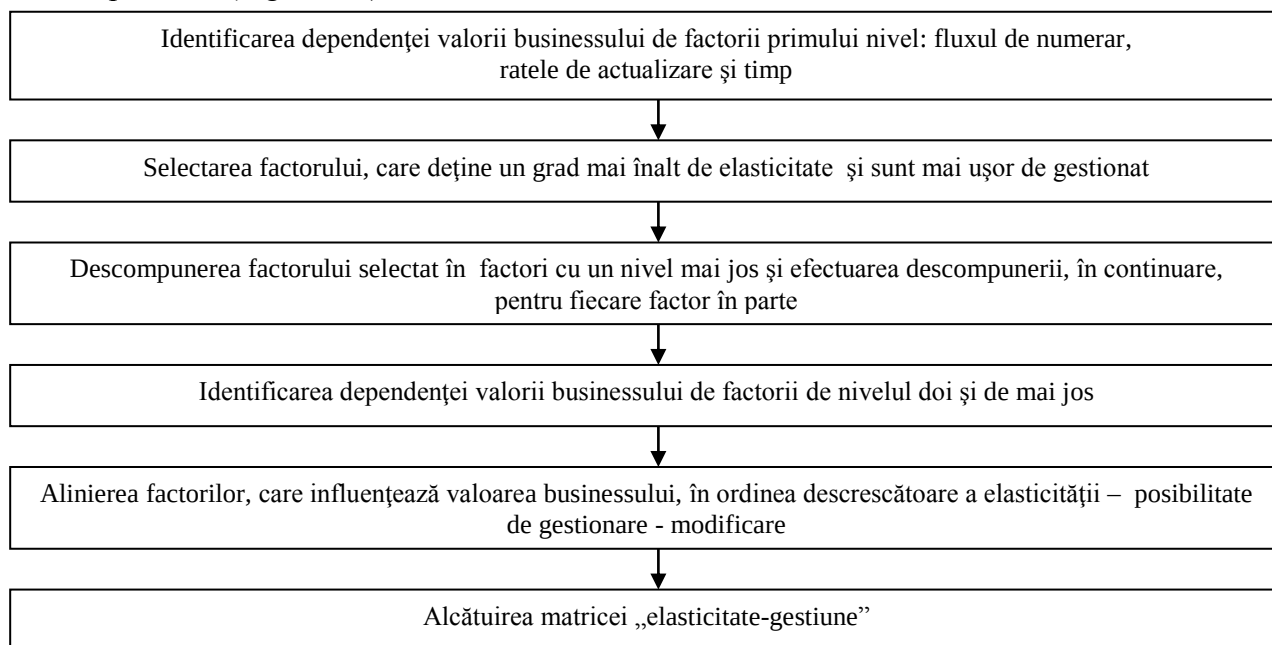


Figura 3.2 Algoritm de gestiune a factorilor, care influențează valoarea întreprinderii

Sursa: elaborat de autor.

După formarea sistemului de gestiune a factorilor, care determină creșterea valorii, se

propune algoritmul generalizat de gestiune a întreprinderii din punct de vedere al abordării prin cost. Ea se bazează pe identificarea cauzelor interne de incoerență a valorii fundamentale și de piață, determinată de o anumită metodă și elaborarea acțiunilor de gestiune care vizează eliminarea lor. Algoritmul este prezentat în Anexa 9.

Una dintre cele mai importante probleme, în opinia noastră, asociate cu evaluarea întreprinderii, rezidă în luarea în calcul a tuturor factorilor, care influențează sau pot avea impact în viitor asupra valorii întreprinderii.

Experiența mondială confirmă că realizarea inovațiilor permit nu doar stabilizarea veniturilor întreprinderii într-un mediu extern în schimbare, dar, de asemenea, și crearea de noi piețe, în baza producției noi, fapt care crește, în mod semnificativ, valoarea de piață (justă) a companiei. Criteriul pentru creșterea valorii întreprinderii, ca urmare a creării unui nou produs, poate contribui la creșterea activității de inovare a întreprinderilor din Moldova. Cu toate acestea, precum am menționat anterior, determinarea valorii de piață (juste) a unei întreprinderi este dificilă în condițiile țării noastre.

Necesitatea studierii procesului de formare a valorii strategice în baza dezvoltării inovaționale este condiționată de lipsa cercetărilor științifice cu caracter teoretic și aplicativ la tema dată. Cercetările științifice existente, în principal, se reflectă la obiectivele de creștere a valorii în urma realizării unui anumit proiect de investiții. Cu toate acestea, proiectul propune un aspect final, criteriile principale ale eficienței proiectelor de investiții fiind profitabilitatea și perioada de răscumpărare. În unele ramuri de prelucrare, ciclul de viață al producției diferă printr-o perioadă mai mare. De aceea, proiectele, realizate la primele etape ale strategiilor de dezvoltare a acestor întreprinderi, pot deține o valoare actualizată netă negativă, dar fără realizarea lor nu pot fi efectuate următoarele proiecte mai eficiente. Acestui fapt i se datorează cercetarea 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 bazate pe evaluările de prognoză a profitabilității și gradului de risc, în funcție de includerea în activitățile întreprinderii a etapelor inovaționale ale ciclului de viață al producției.

Procesul de formare a valorii strategice a întreprinderii constituie procesul creării de oportunități pentru obținerea veniturilor viitoare din utilizarea activelor nemateriale și a know-how-ului, elaborate în prezent. Deci, acest proces generează rezultate mai mari/bune în cazul în care comportă un caracter permanent.

O întreprindere, care a realizat cercetare și dezvoltare și a acumulat un portofoliu de elaborări, care pot fi realizate la momentul potrivit, are un avantaj competitiv și o valoare mai mare, în comparație cu întreprinderile cu situația financiară comparabilă, dar care nu dispun de un astfel de portofoliu.

Prin urmare, la estimarea valorii întreprinderilor și organizațiilor, implicate în Cercetare - Dezvoltare, putem vorbi despre valoarea strategică a acestora (VSC), care reiese din valoarea companiei, determinată prin metode acceptate la nivel internațional (VC), precum și valoarea potențialului inovațional al acesteia (VPI) [98, p. 66].

$$VSC = VC + VPI \quad (3.2)$$

unde,

VSC indică valoarea strategică a companiei;

VC – valoarea companiei;

VPI – valoarea potențialului inovațional.

Valoarea potențialului inovațional reprezintă valoarea oportunităților întreprinderii de a obține venituri viitoare din utilizarea activelor nemateriale și know-how-ului, care sunt rezultatul cercetării și dezvoltării, dar nu este utilizat la momentul evaluării. Capacitatea întreprinderii de a obține venituri viitoare din utilizarea noului produs este considerată ca fiind un opțion real. Întreprinderea, care, în momentul evaluării, deține rezultate pozitive ale cercetării și dezvoltării neutilizate, la moment, deține totalitatea opțiunilor reale a unei sau altei valori. Prin urmare, valoarea potențialului inovațional al întreprinderii va constitui suma valorii opțiunilor reale.

În cazul în care întreprinderea, care deține opțiuni reale, în momentul estimării valorii sale nu a făcut încă alegerea finală a termenului de lansare a noului produs, dar așteaptă care va fi rezultatul, de exemplu, peste un an sau doi, acest lucru înseamnă că există mai multe opțiuni reale, în special, opțiuni cu termen mai lung poate fi executat doar în cazul nerealizării opțiunilor cu un termen mai scurt.

Concluzionăm că, dacă, în cazul evaluării întreprinderilor noastre, nu se ia în considerare prezența opțiunilor reale pentru producerea de produse noi, acest lucru duce la o subestimare a valorii întreprinderilor, în special a celor care operează pe piețele instabile. Acest lucru nu este propice pentru atragerea investițiilor, reduce motivarea întreprinderilor propriu-zise în desfășurarea activități de cercetare și dezvoltare.

Utilizarea mecanismului opțiunilor reale permite delimitarea riscurilor în perioada de cercetare-dezvoltare și a riscurilor la etapa de implementare și producere a produsului.

Introducerea conceptului de valoare strategică a întreprinderii și valoare a potențialului inovațional permite evitarea subestimării companiilor moldovenești în condițiile dezvoltării

insuficiente a pieței de capital din Republica Moldova.

3.2. Decizii manageriale în vederea creșterii valorii întreprinderii

Dezvoltarea dinamică a mediului extern al întreprinderii, creșterea piețelor de capital și intensificarea concurenței pe piețele de produse înaintază, pentru businessul modern, sarcini de gestiune tot mai dificile, soluționarea cărora, în cele din urmă, depinde de creșterea valorii businessului gestionat. Gestiunea valorii întreprinderii este un exemplu al instrumentului clasic în sistemul complex de luare a deciziilor, în cadrul căruia este posibilă soluționarea celor mai actuale probleme ale businessului contemporan (reorganizarea, vânzarea și cumpărarea businessului, determinarea diferitelor metode de finanțare).

Modelul de business corporativ tradițional nu mai satisface cerințele companiilor, care raportează investitorilor și altor părți interesate. Componenta de cost (valoare) din rapoartele companiilor străine cu renume este standardizată și obișnuită, dar permite caracterizarea mai profundă a factorilor ce influențează mărimea valorii și a succesului companiei. Gestiunea valorii reprezintă o abordare inovațională în reflectarea măsurării eficienței întreprinderii în vederea majorării credibilității părților interesate și o mai mare transparență corporativă.

O caracteristică-cheie a instrumentului gestiunii valorii, ca parte componentă a sistemului de gestiune a întreprinderii, este funcția sa de ”consolidare”, abilitatea de a combina elementele răzlețite și instrumentele de gestiune (strategia și business-planurile companiei, managementul riscului, raportarea, managementul și gestiunea corporativă) într-un sistem coerent de gestiune. O astfel de asociere este posibilă datorită unui scop unic al sistemului – majorarea valorii businessului gestionat.

Estimarea valorii de piață (juste) fundamentate a întreprinderii solicită de la modelul de evaluare aplicat ținerea evidenței a managementului strategic al întreprinderii și capacitatea de a ține cont de informația necantitativă, care caracterizează eficiența strategiei alese de către companie și capacitatea managementului de a realiza această strategie.

Alegerea modelului pentru estimarea valorii întreprinderii depinde de scopul, obiectul și condițiile specifice de evaluare. Mai mulți autori au subliniat neajunsurile metodelor tradiționale de evaluare în condițiile economice actuale. Cu toate acestea, autorul consideră că, pentru o evaluare obiectivă a valorii businessului, pot fi folosite mai multe metode. În opinia noastră, combinarea metodei abordării prin cheltuieli (care determină valoarea de bază a companiei drept un complex de proprietate), în combinație cu metodele de abordare prin venituri, va permite obținerea estimării valorii, care ține cont, într-o măsură mai mare, de toți factorii de creare a valorii: mărimea activelor nete, profitabilitatea (capitalului propriu, investițiilor, activelor),

riscurile posibile și influența pieței de capital.

Un exemplu de constituire a sistemului de gestiune a valorii îl poate servi următorul model de gestiune a valorii. Aplicarea acestui model de gestiune a valorii la întreprindere presupune efectuarea mai multor activități de gestiune, atât de cercetare și metodologice, cât și organizatorice. O parte din activități este direcționată spre construirea și constituirea activității modelului propriu-zis de gestiune, o parte – pentru implementarea modelului în mediul organizațional și de proces existent al întreprinderii.

Prima etapă ține de abordarea metodei prin venituri în evaluarea businessului și este orientat pe activitatea financiară și economică a întreprinderii. Ea stabilește că valoarea companiei este formată ca sumă a fluxurilor de numerar, care poate genera afaceri. O astfel de valoare o vom considera intrinsecă (de bază, fundamentală). La etapa a doua, valoarea companiei este analizată prin prisma evaluării medii de piață a afacerii, cum ar fi cea analizată. Această determinare a valorii poate fi definită de piață. A treia etapă echivalează valoarea companiei cu valoarea activelor sale (sau activelor nete, luând în considerație evaluarea de piață a întregului patrimoniu și a datoriilor nete).

Combinația acestui model de gestiune a valorii și a obiectivelor esențiale ale benchmarkingului este luată ca bază pentru sistemul propus de luare a deciziilor conform valorii companiei. Prin benchmarking trebuie înțeleasă metoda actuală de analiză, bazată pe o comparație a indicatorului-țintă cu valoarea medie similară. În sistemul descris, în calitate de valoare medie similară, se consideră businessul mediu eficient într-un segment similar al pieței de mărfuri, în care funcționează întreprinderea analizată. Prin businessul mediu eficient, trebuie înțeles businessul, care generează un nivel mediu al fluxurilor de numerar la nivelul dat de dezvoltare a tehnologiilor și a concurenței pe piețele de mărfuri, piețelor de active și capital. Astfel, în cadrul sistemului propus de gestiune a valorii, orice decizie luată trebuie să fie analizată din punct de vedere al creării sau distrugerii valorii în raport cu echivalentul său mediu eficient.

La baza sistemului propus, stă modelul de business al întreprinderii, prezentat în Figura 3.3.

Întregul proces de creare a valorii întreprinderii este divizat în trei etape principale. La prima etapă, se formează patrimoniul întreprinderii, valoarea căreia este formată din valoarea activelor ale businessului examinat, din care se exclude datoria netă. Particularitățile și mărimea capitalului fix determină volumul producției și, în consecință, mărimea fluxului de numerar viitor, generat de businessul companiei. Cu toate acestea, businessul, care funcționează în baza unui complex de patrimoniu similar, poate oferi rezultat financiar, care diferă de cel analogic. La

baza acestor abateri, stă mecanismul financiar diferit, care poate fi, mai mult sau mai puțin eficient, în utilizarea activelor disponibile. La rândul lor, întreprinderile care sunt similare prin activitățile lor și mărimea operațiunilor efectuate, pot fi evaluate diferit de piețele de capital. Trecând prin prisma mecanismului de piață, informațiile despre activitatea întreprinderii sunt distorsionate: ca rezultat, valoarea fundamentală a businessului poate fi diferită de valoarea existentă pe piața de capital.

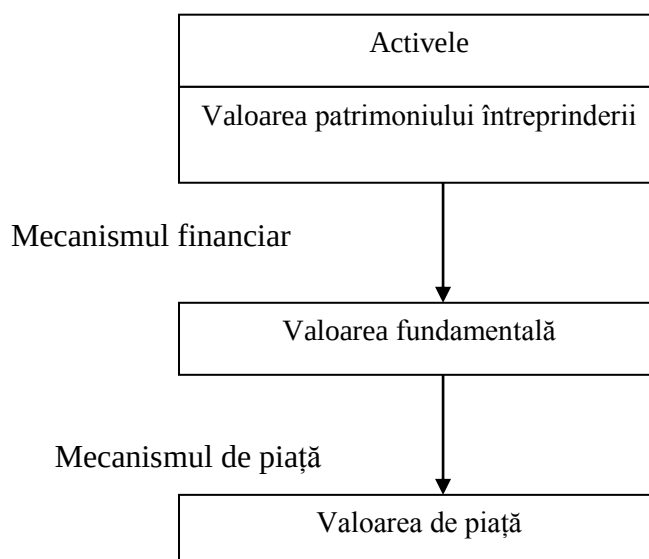


Figura 3.3. Modelul grafic al valorii businessului

Sursa: elaborat de autor.

Formula de bază, care stă la baza sistemului propus, poate fi expusă ca o formulă-cheie de evaluare [79]:

$$V = V_F \times \lambda_F + V_M \times \lambda_M + V_A \times \lambda_A, \quad (3.3)$$

unde, V exprimă funcția cu destinație specială a valorii businessului mediu eficient;

V_F – valoarea companiei, calculată cu multiplicatorii valorii intrinseci (de bază, fundamentală);

λ_F – coeficientul semnificației indicatorului V_F ;

V_M – valoarea companiei, calculată prin multiplicatorul de piață;

λ_M – coeficientul valorii indicatorului V_M ;

V^A – valoarea companiei, calculată prin multiplicatorii pe active;

λ_A – coeficientul semnificației indicatorului V_A .

Prin multiplicatorul din Formula (3.3) trebuie subînțeles un indicator de calcul, care caracterizează gradul valorii create în limitele unei abordări corespunzătoare (de venit, de piață sau cheltuieli). Formula generală pentru calcularea valorii prin intermediul multiplicatorului poate fi înscrisă în forma următoare [80]:

$$V_i = P_i \times B_i, i = [1; 3], \quad (3.4)$$

unde, V_i indică valoarea companiei, calculată cu i multiplicator;

P_i – valoarea calculată a multiplicatorului;

B_i – indicatorul bazei multiplicatorului.

Pe baza formulei valorii pentru businessul mediu eficient (3.3), poate fi calculată formula pentru valoarea businessului necesar de gestionat (3.5), care diferă de cel mediu eficient prin coeficienții de ajustare, care sunt determinați de particularitățile activității sale. Formula (3.5) poate fi luată ca bază pentru întregul sistem de gestiune a valorii pentru întreprinderea analizată [80].

$$V = V_F \times \lambda_F \times \beta_F + V_M \times \lambda_M \times \beta_M + V_A \times \lambda_A \times \beta_A, \quad (3.5)$$

unde, β_F , β_M , β_A exprimă coeficienții de ajustare pentru valoarea intrinsecă (de bază, fundamentală), valoarea de piață și, respectiv, valoarea activelor.

Formarea și aplicarea formulei (3.5) în practică este posibilă conform următoarei consecutivități:

1. Determinarea bazei multiplicatorului conform celor trei abordări principale de evaluare.
2. Calcularea mărimii multiplicatorului pentru formula (3.4).
3. Determinarea coeficienților de ajustare pentru formula valorii businessului-țintă.
4. Determinarea coeficientului valorii i pentru valoarea estimată în formula (3.3).

În continuare, vom analiza succint întregul algoritm al procesului de formare a trei componente ale formulei (3.5), care corespund celor trei abordări pentru evaluarea businessului (vezi Anexa 10). Potrivit metodei de abordare prin cheltuieli, valoarea proprietății (valoarea activelor) poate fi determinată ca sumă a costurilor, necesare pentru reconstrucția businessului, analogic celui evaluat. La realizarea investițiilor capitale, în unele afaceri, mărimea investițiilor va fi determinată de mărimea sa planificată și, prin urmare, de dimensiunile capacității de producție determinată. De asemenea, trebuie să se ia în considerare valoarea datoriei nete. Cu cât este mai mare scara de producție, definită de baza multiplicatorului, cu atât mai mare este capacitatea potențială a activelor pentru businessul cercetat.

În calitate de mărime a multiplicatorului, pot fi luate investițiile capitale medii eficiente drept expresie monetară a costurilor de capital, efectuate în cadrul piețelor de active, limitat de timp (nivelul de dezvoltare a tehnologiilor) și teritoriu (nivelul de concurență în ramură).

Pentru multiplicatorul activelor, coeficientul de ajustare este legat de analiza activelor ce nu țin de profilul întreprinderii, care adaugă valoare complexului patrimonial, precum și de uzură fizică, care, dimpotrivă, reduce valoarea activelor în raport cu întreprinderile similare medii eficiente. Pentru businessul mediu eficient, acest coeficient este egal cu 1,0; creșterea sau

descreșterea lui va fi determinată de rezervele de creștere sau reducere a valorii businessului-țintă. De fapt, ele reprezintă obiectele de gestiune ale întregului sistem de management al valorii întreprinderii.

În calitate de bază a multiplicatorului valorii intrinseci (de bază, fundamentală) este convenabil să se utilizeze cifra de afaceri a companiei ca indicator, care întruchipează caracteristicile individuale ale businessului pe piețele de mărfuri, și anume – cererea și prețul producției furnizate, sau în caz a pieței omogene – volumul producției furnizate.

Coeficientul de ajustare pentru valoarea fundamentală va fi determinat de particularitățile gestiunii economice și de producere a businessului. De exemplu, coeficientul poate fi majorat datorită inovațiilor tehnologice, care reduc costurile de resurse în comparație cu tehnologiile similare. Identificarea cauzelor abaterilor valorii businessului de la cel mediu eficient constituie baza de adoptare a deciziilor în cadrul sistemului descris al gestiunii valorii.

Cea mai evidentă este alegerea bazei pentru multiplicatorul trei în formula (3.4). Aceasta coincide cu baza multiplicatorului natural de piață, care este folosit la evaluarea unor companii similare de pe piața de capital. Gestiunea așteptărilor pieței este o parte esențială a oricărui model de gestiune a valorii. Acest lucru este deosebit de important când piața estimează incorect valoarea companiei din cauza neînțelegerii caracteristicilor businessului și, în consecință – alegerea greșită a multiplicatorului de bază.

Coeficienții de ajustare a multiplicatorilor de piață pot fi condiționați de o ajustare la control, la structura de holding, lichiditate, precum și alte caracteristici ale tranzacțiilor acțiunilor pe piața de capital, care denaturează valoarea de bază a companiei.

În practică, la formarea formulei-cheie de evaluare de businessului (3.3), cea mai mare dificultate o prezintă realizarea etapei a patra – determinarea coeficienților mărimii valorii, obținuți în cadrul celor trei abordări de evaluare a businessului. Denumirea dată de către experți acestor coeficienți, aplicată în practica de evaluare a businessului, este incorectă. În formula propusă, mărimea fiecărui multiplicator trebuie să fie determinată de structura valorii businessului cercetat, precum și de metodologiile aplicate în evaluare. Importanță majoră o dețin ipotezele despre echivalența metodelor de evaluare a businessului, precum și a modelului de business al întreprinderii, care stă la baza gestiunii.

La determinarea mărimii coeficienților, trebuie soluționate următoarele aspecte-cheie:

1. Echivalența metodelor de evaluare bazate pe venitul rezidual și a metodelor de actualizare a fluxurilor de numerar.
2. Analiza eficienței pieței de capital și evaluarea decalajului dintre valoarea de piață (justă) și valoarea de bază a întreprinderii.
3. Ajustarea valorii contabile a activelor întreprinderii în funcție de evaluarea de piață.

Soluționarea acestor probleme depinde de determinarea mărimii coeficienților în formula-cheie de evaluare a businessului și a întregului sistem de luare a deciziilor.

Cu regret, în condițiile Republicii Moldova, doar un număr mic de întreprinderi vor putea aplica acest model fără modificări și ajustări, dar, odată cu dezvoltarea pieței de capital și majorarea calității de prognoză, de el vor putea beneficia mai multe întreprinderi.

Vom menționa principalele domenii de aplicare a modelului dat de gestiune a valorii. În practică curentă de gestiune, modelul poate contribui la:

- argumentarea mai fundamentată a deciziei de investiție;
- stabilirea concentrării pe termen lung de dezvoltare a întreprinderii și consolidarea acesteia prin elaborarea indicatorilor interconectați ai eficienței (indicatorii-cheie ai eficienței, indicatorii-cheie ai activității) și programelor de motivare a personalului (inclusiv opționale pentru manageri superiori și angajații de bază);
- demonstrarea potențialului de creștere ca o sursă a valorii;
- formalizarea gestiunii eficienței;
- înțelegerea așteptărilor investitorilor (acționarilor).

La rândul său, gestiunea sistematică și operativă a valorii va permite companiei să atingă o poziție stabilă (situație previzionată și gestionată a companiei, atât pe piața de capital, cât și în interiorul întreprinderii), asociind prioritățile de planificare strategică și gestiunea eficientă a activităților curente ale întreprinderii.

Un caz special de gestiune a valorii, în scopul majorării, este alegerea deciziilor de management în prezența mai multor alternative. De exemplu, în cazuri precum posibilitatea de a alege între procurarea imobilului și închirierea acestuia, investiții în active și stingerea obligațiunilor, investiții în active și plata dividendelor, investiții în active și păstrarea numerarului, necesită prezența criteriului de luare a deciziilor manageriale. Printre situațiile enumerate, vom evidenția alegerea între a investi în active și păstrarea numerarului.

Autorul a adaptat modelul de evaluare a valorii lichidității, bazat pe conceptele de echilibrare a ratei dobânzii și echivalentul sigur de numerar. Această abordare permite luarea în considerare a diferenței dintre prețul de cumpărare și vânzare a patrimoniului, timpul de convertire în numerar și invers, rata alternativă a dobânzii, rentabilitatea afacerii de bază, timpul estimat de stocare a activelor în formă corespunzătoare, probabilitatea de apariție a necesității vânzării anticipate a patrimoniului și probabilitatea unei vânzări de succes a patrimoniului în condiții acceptabile (conform prețului și timpului) pentru vânzător. Calcularea costurilor de lichiditate (L – parametrii) se realizează conform formulelor special elaborate.

Această abordare este prezentată mai clar în Tabelul 3.1, în care, pe lângă justificarea

teoretică a acestei metode, se efectuează și un exemplu de calcul, pornind de la următoarele date inițiale: suma de mijloace bănești și valoarea activului este egală cu 1 mln. lei, $i_b = 0,2$, $L_c = 1,052$, $L_b = 1,33$.

Prin termenul de "valoare relativă", se subînțelege valoarea alternativă a numerarului investit, exprimată în procente. Prin termenul de "valoare absolută", se prezumă valoarea, exprimată în unități monetare. Se introduc conceptele de valoare "relativă" și "absolută" a lichidității. Valoarea relativă a lichidității suplimentare a numerarului reprezintă procentul, la obținerea căruia investitorul este dispus să renunțe, în vederea obținerii în schimb a unei lichidități mai mari, care sunt mijloace bănești. Valoarea relativă a lichidității totale a numerarului reprezintă rata dobânzii, egală conform diferențelor de costuri ale lichidității în utilitatea deținerii (pentru un anumit individ) numerarului și activelor fără numerar echivalentă cu valoarea de piață (justă) cu profitabilitatea zero. Valoarea relativă a lichidității suplimentare a numerarului, care deține costuri de lichiditate L_c , este definită în comparație cu activul, care deține valoarea de piață (justă) identică (de numerar), cost de lichiditate L_b și de profitabilitate i_b , egală cu diferența valorii lor relative.

Tabelul 3.1 Valoarea investițională a lichidității și clasificările după tipuri

Tipul de valoare	Forma de exprimare	Formula de calcul	Exemplu de calcul
Valoarea lichidității suplimentare a mijloacelor bănești (numerarului)	Relativă	Valoarea relativă a activului cu grad sporit de lichiditate – Valoarea relativă a activului cu grad redus de lichiditate cu profitabilitate i_b , $1 / L_c - (1+i_b) / L_b = CEQ / L_b$	$1/1,052 - 1,2/1,33 = 0,0483$
	Absolută	Valoarea absolută a mijloacelor bănești (numerarului) – Valoarea absolută a activului nebănesc cu profitabilitate i_b = valoarea relativă a lichidității x valoarea de piață a activului $CEQ / L_b \times$ valoarea de piață a activului	$0,0483 \times 1000000 = 48\ 300$
Valoarea lichidității totale a mijloacelor bănești (numerarului)	Relativă	Valoarea relativă a activului cu grad sporit de lichiditate – Valoarea relativă a activului cu grad redus de lichiditate cu profitabilitate zero $= (1/L_c - 1/L_b)$	$1/1,052 - 1/1,33 = 0,1987$
	Absolută	Valoarea absolută a mijloacelor bănești (numerarului) – Valoarea absolută a activului nebănesc cu profitabilitatea zero $(1/L_c - 1/L_b) \times$ valoarea de piață a activului	$0,1987 \times 1000000 = 198\ 700$
Valoarea activului cu grad sporit de lichiditate	Relativă	Valoarea relativă a activului cu nivelul sporit de lichiditate cu profitabilitate i_b + valoarea relativă a lichidității suplimentare = Valoarea relativă a activului cu nivelul redus de lichiditate cu profitabilitate zero + valoarea relativă a lichidității totale = $1/L_c$	$1/1,052 = 0,9506$
	Absolută	(suma mijloacelor bănești (numerarului)) / L_c sau (valoarea de piață (justă) a activului) / L_c	$0,9506 \times 1000000 = 950\ 600$
Valoarea activului de cu nivelul redus de lichiditate care generează profit i_b	Relativă	Valoarea relativă a activului cu grad sporit de lichiditate – Valoarea relativă a lichidității suplimentare $(1/ L_c - CEQ / L_b) = (1+i_b) / L_b$	$0,9506 - 0,0483 = 0,9023$
	Absolută	$(1+i_b) / L_b \times$ (valoarea de piață (justă) a activului)	$0,9023 \times 100000 = 902\ 300$

Valoarea activului cu nivelul redus de lichiditate care generează profit zero	Relativă	Valoarea relativă a activului cu grad sporit de lichiditate – Valoarea relativă a lichidității totale = $1/L_b$	0,9506 – 0,1987 = 0,7519
	Absolută	(valoarea de piață a activului) / L_b	0,7519 x 1000000 = 751 900

Sursa: adaptat de autor în baza sursei [27].

Unde: L_c exprimă costul lichidității mijloacelor bănești (numerarului);

L_b – costul lichidității activelor nebănești;

i_b - rata dobânzii de profitabilitate, generată de un activ nebănesc;

CEQ - echivalent de numerar de încredere – rata dobânzii, care egalează decalajul în utilitatea de a deține active bănești și nebănești.

Calcululele noastre au arătat că, în ciuda faptului că activele cu grad redus de lichiditate generează profitabilitate, spre deosebire de mijloacele bănești, care nu sunt investite în active, cu toate acestea, valoarea numerarului este mai mare decât valoarea activelor cu un grad redus de lichiditate conform datelor noastre condiționate.

Valoarea absolută a lichidității suplimentare a mijloacelor bănești, care dețin costuri de lichiditate L_c , se determină în comparație cu activul, care deține aceeași valoare de piață (justă) cu numerar, costurile de lichiditate L_b și profitabilitate i_b și este egală cu produsul dintre valoarea relativă și suma numerarului.

Valoarea relativă a lichidității totale a numerarului, care are aceeași valoare de piață (justă) cu numerarul, costurile de lichiditate L_c , se determină în raport cu activul care deține costuri de lichiditate L_b și profitabilitate zero ($i_b = 0$) și este egală cu diferența dintre valoarea relativă a mijloacelor bănești (numerarului) ($1/L_c$), și valoarea relativă a activului nebănesc ($1/L_b$). Pentru obținerea valorii lichidității totale, exprimată în formă absolută, este necesar să se înmulțească valoarea ei relativă cu echivalentul valorii de piață (juste).

Pe baza modelului obținut, autorul tezei propune un algoritm de utilizare a modelului evaluării valorii lichidității la selectarea între a investi în active și păstrarea stocului de mijloace bănești:

1. Se determină cuantumul mijloacelor bănești (numerarului) temporar disponibile (M);
2. Se efectuează căutarea (selectarea) activelor nebănești, a căror valoare de piață (justă) este egală cu M;
3. Conform parametrilor afacerii investitorului, prin intermediul căruia sunt estimate situația curentă a pieței și caracteristicile activelor nebănești analizate, managerul cu ajutorul metodologiei prezentate anterior de estimare a valorii de lichiditate determină valoarea investițională a activelor nebănești (valoarea pentru un investitor concret) și

valoarea investițională a numerarului;

4. Decizia privind investirea numerarului în active nebănești este acceptată sau respinsă în funcție de raportul dintre mărimile obținute ale valorii investiționale ale activelor nebănești și mijloacelor bănești (numerar): decizia privind investirea numerarului în active nebănești este acceptată, dacă valoarea investițională a activelor nebănești (echivalentă cu valoarea de piață) depășește valoarea investițională a numerarului, iar în caz contrar este respinsă.

Algoritmul propus poate ajuta managerii în luarea deciziilor financiare importante, care se reflectă, în mod direct și indirect în valoarea întreprinderii.

O problemă importantă existentă în procesul de gestiune a valorii o constituie calcularea riscurilor, proprii pieței autohtone. Activitatea de antreprenariat se desfășoară în condițiile unei economii în schimbare. Ca urmare, survine incertitudine în obținerea rezultatului final, care se numește risc de antreprenariat. Acest risc este caracterizat atât ca pericol de a pierde resurse, cât și de a genera venituri suplimentare, în comparație cu variantele optime, calculate pentru desfășurarea rațională a businessului. Dar orice activitate comportă un risc, de aceea, nu trebuie să fie evitat, dar este necesar să se învețe cum să se evalueze consecințele financiare și economice și să se tindă spre reducerea probabilității pierderilor până la un nivel minimal posibil.

Pentru antreprenor, este interesantă probabilitatea apariției, gradul de pericol potențial de pierderi și capacitatea de a gestiona situația la realizarea riscului în condițiile unei activități concrete de antreprenariat. Antreprenorul nu este cointerestat de compensarea riscurilor, ca în activitatea de asigurare, dar de prevenirea sau reducerea pierderilor. Totodată, există diverse strategii de acțiuni ale antreprenorului în funcție de relația dintre gradul de risc și profit, care caracterizează acest tip de activitate de antreprenariat, cum ar fi:

- dacă pierderea (prejudiciul) în realizarea riscului este nesemnificativă atunci antreprenorul își desfășoară activitatea fără a întreprinde acțiuni suplimentare;
- dacă pierderea (prejudiciul), în realizarea riscului este semnificativă, iar profitul este mic, atunci antreprenorul ar trebuie să renunțe la acest business;
- dacă profitul este mare și cu pierderi semnificative, atunci antreprenorul își asigură businessul său, sau, în cazul probabilității semnificative a realizării riscului, desfășoară măsuri pentru a reduce pierderile, cauzate de risc, sau pentru a reduce probabilitatea de realizare a riscului.

O caracteristică importantă a riscului este gestiunea lui, prin care se subînțelege gradul de reducere a probabilității riscului sau a pierderilor cauzate de el prin realizarea anumitor măsuri.

În acest caz, ne vom concentra pe metodologia de risc-management, care reprezintă un șir de etape continuu executate, care se repetă ciclic, dintre care cele mai importante sunt:

- 1) identificarea riscurilor, evaluarea și ajustarea parametrilor acestora;
- 2) elaborarea și realizarea planului de măsuri privind reducerea riscurilor;
- 3) analiza rezultatelor de realizare a măsurilor privind reducerea riscurilor;
- 4) ajustarea parametrilor de risc.

Consecințele financiare din apariția riscului, frecvența lui și gestiunea sunt parametrii, care permit verificarea rezultatelor de risc-management. Cu toate acestea, trebuie ținut cont de faptul că orice măsuri privind reducerea riscului țin de cheltuieli. Prin urmare, reducerea importanței lui are sens până la acel nivel sub care această scădere devine economic ineficientă.

Căutarea echilibrului optim între profitabilitate și risc reprezintă scopul cardinal în atingerea căruia trebuie ținut cont de impactul unei game de factori externi și interni. Scopul strategiilor de risc, în principal, conduce la obținerea profitului maximal în cazul unui risc minimal posibil. Soluția optimă a acestei contradicții constă în raportul maxim: profitabilitate-risc și raportul minim de risc-profitabilitate.

Strategiile de risc aplicate trebuie să fie componente logice ale unei strategii generale de antreprenoriat și elemente egale ale sistemului de strategii de antreprenoriat, în conformitate cu criteriile de complexitate și de sistem.

Conform semnificației funcționale, strategiile de risc asigură potențialul constant al profitabilității, în timp ce departamentele întreprinderilor, care realizează gestiunea tactică și operațională a riscurilor, transformă potențialul în profit real. O astfel de consolidare a obiectivelor strategiilor de risc și a sarcinilor tactice, planificării strategice și curente permite întreprinderii să gestioneze iscusit sfera realizării negative a riscurilor de antreprenoriat.

Aspectele conceptuale actuale de gestiune a riscurilor de antreprenoriat pot fi vizualizate doar prin prisma gestiunii strategice, în care strategia de risc constituie elementul dominant al sistemului strategiilor de antreprenoriat. Concurența strategiilor trebuie să se egaleze prin coordonarea lor, care asigură o eficiență mai mare a gestiunii strategice a întreprinderii, în general, și a riscurilor de antreprenoriat, în special. La temelia gestiunii strategice a riscurilor de antreprenoriat stau planificarea strategică, mecanismul ce leagă deciziile tactice și strategice, monitorizarea integrată și cuprinzătoare a procesului de realizare a acestor decizii și posibilitatea ajustării la timp.

Scopul principal strategic al întreprinderii constă în majorarea valorii proprii de piață (juste). Creșterea constantă a valorii de piață (juste) a întreprinderii reprezintă cel mai sigur indicator al prezenței sistemului de proces intern optimal, inclusiv a managementului de risc

eficient. Creșterea valorii de piață (juste) reprezintă o parte inherentă a dezvoltării armonioase a întreprinderii.

Scopul strategic al ”creșterii valorii de piață (juste)” este un termen generic și poate fi concretizat în obiective, precum: obținerea unui anumit profit, majorarea valorii de piață (juste) a acțiunilor, creșterea capitalizării și altele. De obicei, atingerea acestor obiective este studiată în sistemul ”obiective strategice – activități ale conducerii – rezultate financiare”. Pentru a înțelege impactul risc-managementului asupra atingerii acestor obiective și modul în care obiectivele date sunt transformate în obiective strategice ale risc-managementului, este necesar să fie examinat următorul sistem: ”obiective strategice – activități de risc-management – rezultate financiare”.

Activitatea risc-managementului, desigur, are impact asupra rezultatelor financiare ale întreprinderii și asupra profitabilității sale. Mai întâi de toate, trebuie de concretizat căror instrumente ale risc-managementului li se datorează asigurarea echilibrului optim între riscuri și profitabilitate. Răspunsul la această întrebare reflectă gradul de integrare a risc-managementului și acțiunile conducerii. Soluția ideală este abordarea prin care conducerea realizează ideea de investiții ținând cont de riscuri. Astfel, operațiunile riscante planificate trec prin expertiza riscurilor. Evaluând riscurile posibile, risc-managementul face recomandări privind optimizarea riscurilor ținând cont de strategia întreprinderii. Aceste recomandări pot lua diverse forme, în funcție de natura activității întreprinderii și de tipul de riscuri. Momentul problematic principal, în acest proces, îl constituie faptul că orice acțiune a întreprinderii, direcționată spre reducerea riscurilor de tranzacție, de obicei, este asociată cu reducerea profitabilității. De aceea, unul dintre principalele obiective strategice ale risc-managementului nu este minimizarea riscurilor, dar obținerea raporturilor necesare al gradului de risc și profitabilitate prin intermediul unor instrumente adecvate.

Ca urmare a gestionării eficiente a risc-managementului, se reduce semnificativ expunerea întreprinderii la acțiunile factorilor de risc, atât externi, cât și interni. Astfel, obiectivul strategic al întreprinderii ”creșterea valorii de piață (juste)” este transformat în următoarele obiective strategice ale risc-managementului: asigurarea raportului necesar între riscuri și profitabilitate și minimizarea pierderilor întreprinderii.

Construirea unui sistem integrat de risc-management constituie o parte integrată a managementului strategic al companiei. Sistemul de gestiune a riscurilor trebuie să fie introdus în cultura corporativă a întreprinderii prin intermediul elaborării unui program eficient. Recunoașterea la timp a riscurilor este esențială pentru funcționarea eficientă a întreprinderii. De aceea, conducerea trebuie să acorde o atenție deosebită problemei gestionării riscurilor atât ca un proiect separat, cât și a businessului în întregime, deoarece erorile și inexactitățile în identificarea

riscului, a evaluării lui și, ca rezultat, a deciziilor inadecvate adoptate se poate solda cu pierderea valorii întreprinderii. În consecință, întreprinderea este nevoită să caute soluții creative și originale de soluționare a problemelor privind riscurile, îmbunătățind și modernizând abordările existente de desfășurare a businessului, pentru a susține creșterea și a majora valoarea întreprinderii.

3.3. Perfecționarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii

Schimbările radicale din economia Republicii Moldova implică, în mod obiectiv, necesitatea dezvoltării metodologiei și instrumentarului de gestionare a crizelor. Cu toate acestea, practica actuală de planificare strategică, în condițiile specifice ale perioadei de tranziție, și criza îndelungată a sectorului real al economiei înaintează cerințe dure pentru calitatea prognozei pe termen lung și a deciziilor de gestiune, ale căror consecințe ar putea fi de o importanță strategică, atât pentru întreprinderi separate, cât și pentru economia țării, în ansamblu. În aceste condiții, necesitatea elaborării unei strategii coerente pentru gestionarea situațiilor de criză, la nivel macro- și micro-, devine tot mai importantă.

Având în vedere complexitatea crizelor organizaționale, procesele de criză ar trebui să fie privite din punct vedere al unui model metodologic, în conformitate cu care întreprinderea este prezentată ca un sistem dinamic deschis de autoorganizare, care operează în contextul mediului său și se dezvoltă după niște legi obiective. Astfel, funcționarea și dezvoltarea întreprinderii, poate fi privită ca un proces de stabilire a unui echilibru dinamic, atât cu mediul extern, cât și intern. Ar trebui remarcat faptul că, anume, natura dinamică a echilibrului face ca structura organizatorică să fie stabilă. Apariția unei stări stabile neechilibrate conduce la agravarea contradicțiilor și creșterea proceselor de criză. Astfel, sursa crizei corporative este neconcordanța indicatorilor economico-financiarilor cu cei ai mediului înconjurător, care este cauzată de strategia greșită, organizarea necorespunzătoare a activității și, în consecință, adaptarea slabă la cerințele pieței.

O înțelegere clară a cauzelor crizei ajută la identificarea unor măsuri adecvate pentru prevenirea și depășirea lor. Dacă, în perioada crizei economice, eficiența gestionării anticriză, depinde, într-o măsură mare, de situația macro-economică, atunci, în condiții de creștere economică și de recuperare depinde, în special, de calitatea gestionării la nivel microeconomic. Astfel, în funcție de natura factorilor crizogeni predominanți, măsurile anti-criză pentru fiecare întreprindere își vor avea specificul propriu.

Conceptul de criză corporativă, formulat mai sus, a cărei sursă principală este un dezechilibru în dinamica mediului extern și intern al întreprinderii, presupune că gestionarea crizelor ar trebui să fie efectuată nu numai în faza de criză, ci în toate fazele ciclului de viață.

Analiza gestionării anticriză, prin stimularea mecanismelor de adaptare la schimbările mediului intern și extern, este condiționată de tendințele de creștere a turbulenței mediului extern, însoțit de un grad ridicat de variabilitate în rezultatele activității întreprinderii, creșterea oscilațiilor acestora și a incertitudinii. În aceste condiții, capacitatea întreprinderii de a se adapta determină, în mare măsură, succesul activităților sale, precum și potențialul de dezvoltare. În special, anume dezvoltarea unor mecanisme eficiente de adaptare permite întreprinderii de a lua decizii strategice în timp util, privind aspecte-cheie, precum eficiența de expansiune a afacerii sau diminuarea unei oarecare părți a ei, oportunitatea retragerii capitalului din afaceri etc.

Scopul strategic principal al întreprinderii este creșterea valorii acesteia. Cu toate acestea, formularea dată nu este incontestabilă și-și are adversarii săi. Deci, ca un obiectiv strategic, mai mulți cercetători identifică creșterea profiturilor. În acest caz, din cauza unei concentrări excesive pe maximizarea profitului, poate avea loc un dezechilibru între obiectivele pe termen lung și pe termen scurt ale întreprinderii. Evaluarea indicatorilor activității pe termen scurt nu ține cont de influența politicii gestionării valorii capitalului, de strategia de reinvestire privind performanța întreprinderii, precum și efectul de investiții alternative și, prin urmare, nu poate servi drept bază pentru o evaluare cuprinzătoare a desfășurării eficiente a activității. În plus, profitul poate fi un indicator manipulat și depinde, în mare măsură, de politicile contabile aplicate. În opinia noastră, creșterea profitului ar putea constitui ținta unui nivel ierarhic mai jos decât creșterea valorii întreprinderii.

În legătură cu cele expuse, creșterea valorii poate fi și obiectivul de strategie anticriză, ca parte componentă a strategiei corporative globale pentru a menține echilibrul dinamic al mediului său intern și extern. Obiectivul principal al gestionării anticriză în faza de transformare și criză poate fi definită ca depășirea unei tendințe stabile de reducere a valorii întreprinderii. În conformitate cu această abordare, ca scop al nivelurilor doi și trei se pot pronunța restabilirea solvabilității și lichidității, reducerea cheltuielilor, precum și îmbunătățirea performanței economico-financiare și de producere. O astfel de interpretare a ierarhiei obiectivelor strategiei anticriză, în opinia noastră, evidențiază complexitatea de gestionare anticriză care asigură integritatea întreprinderii ca un sistem dinamic deschis.

Un rol important, într-o serie de măsuri de gestionare anticriză, îl au avertizarea crizei, crearea unui sistem de monitorizare integrat, care controlează setările pentru mediul intern și extern. Pentru a pune în aplicare un sistem eficient de gestiune, orientat la diminuarea valorii

întreprinderii, este necesar un sistem complex de monitorizare a indicatorilor financiari, de producție și economici ce reflectă interacțiunea complexă a variabilelor-cheie care determină natura și dinamica de schimbare a valorii.

Alegerea criteriului de creștere a valorii întreprinderii, în calitate de indicator agregat al eficienței realizării strategiei anticriză, necesită transformarea obiectivelor strategice generale în obiective de performanță focalizate pentru fiecare nivel - funcțional, de producere, operațional. Acești indicatori ar trebui să fie direct legați de crearea valorii și la nivelul necesar de detaliere aduși la toate nivelurile întreprinderii. În acest caz, este recomandabil să se evidențieze atât factori financiari, cât și operaționali de creare a valorii, deoarece indicatorii financiari reflectă numai rezultatele activității, dar nu arată modalitățile de a le atinge. În plus, prin simpla performanță financiară, este imposibil să se estimeze eficiența investițiilor în imobilizări necorporale, precum marca, reputația, angajații, întrucât acestea determină, în mare măsură, succesul întreprinderii pe piață. Un exemplu de descompunere a factorilor valorii, pentru diferite niveluri ierarhice, este prezentat în Anexa 11.

Selectarea factorilor-cheie de influență asupra mărimii valorii se efectuează în baza a cel puțin patru criterii:

- 1) strategia și ciclul de viață al întreprinderii;
- 2) sensibilitatea rezultată din indicatorul agregat al valorii față de diferiți factori de influență a valorii;
- 3) potențialul de creștere a valorii prin creșterea eficienței diferitelor activități, exprimate cantitativ în diverși factori financiari sau operaționali de influență asupra mărimii valorii;
- 4) interdependența factorilor-cheie de influență asupra mărimii valorii.

Este de remarcat faptul că analiza relației dintre diverși factori-cheie de influență a valorii este unul din instrumentele-cheie de elaborare a strategiei anticriză, bazată pe gestiunea valorii întreprinderii, deoarece permite identificarea factorilor care determină gradul de risc al afacerii și sensibilitatea sa la schimbările din mediul extern.

Luând în considerație cele expuse mai sus, schema principală de elaborare a strategiei întreprinderii, în condițiile crizei, ar trebui să includă următoarele etape:

- identificarea factorilor-cheie de influență a valorii în funcție de prioritatea lor;
- stabilitatea intervalelor de posibile schimbări ale factorilor de influență asupra mărimii valorii, fără consecințe negative semnificative pentru întreprindere, și monitorizarea sistematică a factorilor-cheie de influență ai valorii, crearea unui sistem de legături inverse pentru identificarea precoce a factorilor care contribuie la reducerea valorii;

- elaborarea unor activități, care să contribuie la aducerea sistemului la un echilibru dinamic atunci când parametrii-cheie depășesc intervalele stabilite.

Astfel, strategia anticriză implică nu atât analiza de mediu, identificarea competențelor de bază și avantajele competitive ale 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.

În cea mai agregată stare măsurile concrete în gestiunea anticriză pot fi clasificate ca restructurare a patrimoniului și a surselor sale (active și pasive), activității financiare și a afacerii, 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.

La întreprinderile noastre, măsurile anticriză, în majoritatea lor sunt reduse, în principal, la instrumentele de restructurare operativă, care vizează, în primul rând, minimizarea costurilor și soluționarea problemelor curente 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 constă în restructurarea afacerii. Simpla știre despre planurile de restructurare structurală ar putea duce la creșterea cotelor 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 unele probleme, precum: 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 unui grad ridicat de lichiditate. Schematic, procesul de evidență a rezultatelor de restructurare în elaborarea strategiei de creștere a valorii afacerii poate fi prezentat în felul următor (Figura 3.4).

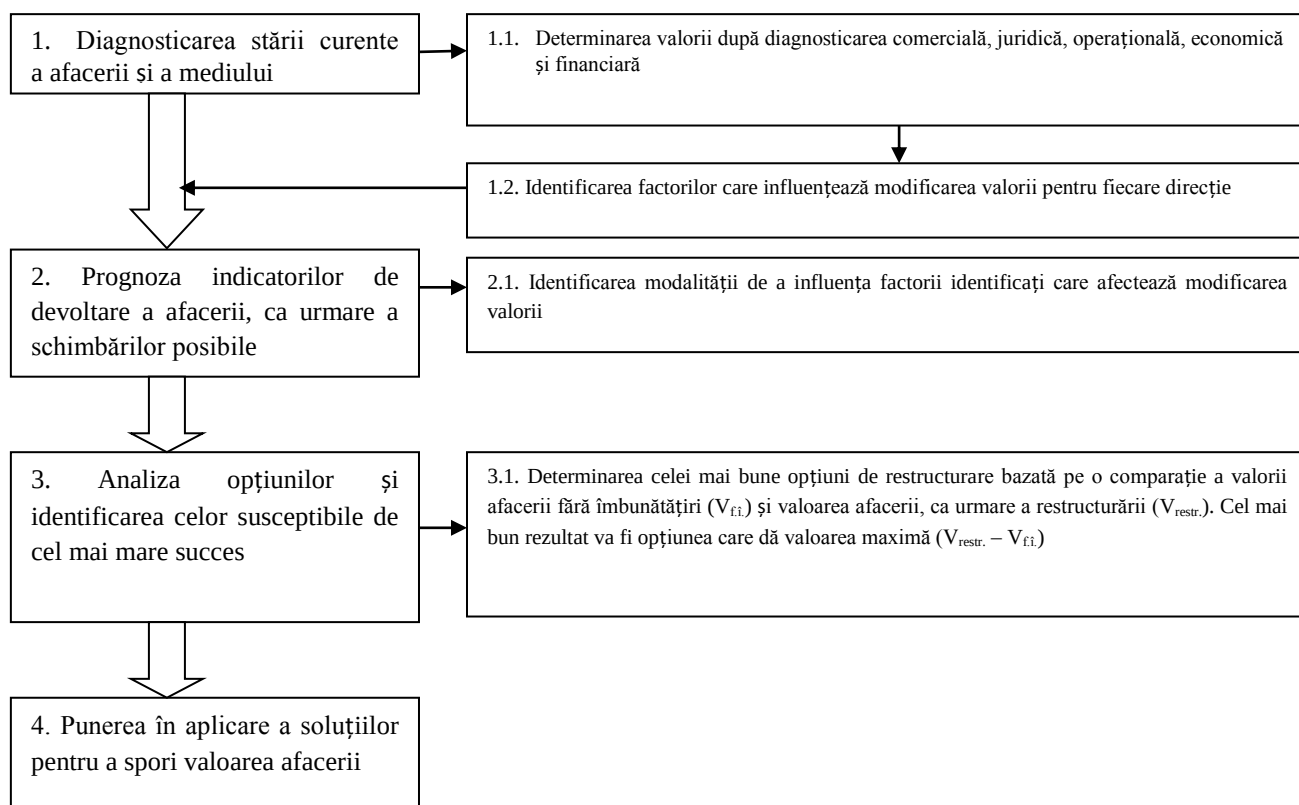


Figura 3.4. Modelul procesual de gestiune a întreprinderii pe baza estimării valorii

Sursa: elaborat de autor

Pentru întreprinderile, cărora le este greu să se orienteze la valoarea de piață (justă) din anumite motive, propunem o altă metodologie de gestiune a valorii întreprinderii. Managerii, de multe ori, se ghidează pe o creștere pe termen scurt a cotării acțiunilor. Acest lucru se datorează faptului că acționarii încearcă să motiveze managementul pentru realizarea unor indicatori-cheie, principalul dintre aceștia fiind capitalizarea. De obicei, pentru aceasta, se utilizează programele opționale. O altă opțiune - atunci când bonusurile directorilor depind, în mod direct, de dinamica cursului acțiunilor. Exemple de lipsă de eficiență a unor astfel de practici sunt, deja, citate în literatura de specialitate, în cazul în care managerii, care luptă pentru capitalizare, reduc costurile, inclusiv ale investițiilor în utilaj. Ca urmare, a crescut prețul acțiunilor, managerii au primit un bonus, dar întreprinderea a pierdut oportunitatea de a se dezvolta în mod constant. În plus, scandalurile corporative, ce țin de șmecheriile financiare, sunt doar rezultatul unor astfel de programe motivaționale. S-a observat că, în realitatea economică curentă, eficiența gestiunii este evaluată de către alți indicatori, precum rentabilitatea investiției, nivelul global per acțiune, inclusiv pentru dividende etc. Astfel, se observă încercările de a se orienta, în gestiunea valorii de piață (juste), la mai mulți factori interdependenți: profit, valoarea activelor, suma dividendelor plătite și capitalizarea, deja, menționată. Pe această coerență dintre indicatorii-cheie de performanță, ar trebui să fie construite instrumente moderne de gestiune a valorilor intrinseci.

Această poziție este esențială pentru dezvoltarea, în continuare, a metodologiei de gestiune a valorii businessului.

Înainte de a trece la construirea instrumentarului de gestiune a valorii intrinseci, considerăm oportun să formulăm conceptele minime orientative. În primul rând, gestiunea valorii afacerilor trebuie să fie orientată nu pe maximizarea valorii, ci pe creșterea ei. Într-adevăr, orice maximizare presupune că valoarea viitoare a unui parametru va fi mai mică decât valoarea maximă. Atunci, acționarii speră că bunăstarea lor, cel puțin, nu va fi redusă. În plus, după ce s-a ajuns la o valoare de piață (justă) suficient de mare, nu se poate afirma că aceasta este valoarea sa maximă. Putem spune doar că aceasta este cea mai mare valoare înregistrată de-a lungul timpului, adică, indicatorul a crescut în această perioadă.

Orientarea de a maximiza valoarea de piață (justă) poate forța managementul să ia 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 (juste), mai degrabă decât pe maximizarea acesteia, în termen scurt.

Dacă avem în vedere maximizarea valorii de piață (juste) ca problemă de optimizare a funcției pe criteriile date sub constrângeri, apoi ca o limitare, de regulă, figurează starea mediului extern și a resurselor interne ale întreprinderii. Mediul extern este în continuă schimbare. Dezvoltarea modernă a piețelor financiare și de altă natură permite atragerea cantității necesare de resurse. În consecință, prin schimbarea constantă a restricțiilor, se modifică valoarea maximă, ceea ce face sarcina de a o găsi fără sens.

În al doilea rând, creșterea valorii de piață (juste) nu poate fi permanentă din cauza ciclicității economice. Scăderea valorii de piață (juste) este urmată de diminuarea altor indicatori ai activității întreprinderii, deși după un timp, vine următoarea etapă a ciclului de viață și vor apărea premise pentru creșterea pe termen lung.

Cu toate acestea, ciclicitatea economiei, în perioada de recesiune, poate pune presiune pe valoarea afacerii, chiar dacă rezultatele activității întreprinderii satisfac așteptările investitorilor. Se cere remarcat faptul că valoarea de piață (justă) a întreprinderilor, care, în timpul recesiunii, au rezultate financiare mai bune, demonstrează o creștere economică mare, pe măsura redresării economiei. De aceea, gestiunea valorii nu ar trebui să se concentreze atât de mult pe creșterea constantă, cât pe menținerea capacității sale de a crește în continuare, indiferent de stadiul ciclului economic.

În al treilea rând, la baza gestiunii valorii de piață (juste), 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 mărimii indicatorilor acceptabili de piață. Cel mai frecvent, în calitate de astfel de indicatori, sunt examinate: volumul vânzărilor, profitul după impozitare, activele totale, numărul de angajați, capitalul social etc. Dinamica pozitivă a acestor indicatori conduce, în mod inevitabil, la creșterea valorii afacerii, așa cum o demonstrează capacitatea firmei de a genera flux de numerar și de a satisface cerințele financiare tot mai mari ale investitorilor.

Firmele elaborează sisteme de indicatori-cheie, care, în opinia lor, le caracterizează ca dezvoltare de succes. Astfel, dau un semnal pentru investitori cu privire la creșterea probabilă a valorii afacerii. Investitorii, la rândul lor, 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 (justă) a afacerii. Dar aici există unele momente discutabile, pe care le prezentăm în continuare.

- Variația raportărilor și rezultatelor financiare admise de legislație permite întreprinderii să se poziționeze într-o lumină favorabilă, în vederea prezentării activității pentru comunitatea investițională;
- Protecția tainelor comerciale nu permite divulgarea deplină a informației despre activitățile întreprinderii, deși legislația corporativă impune managerilor întreprinderilor să facă acest lucru. Întreprinderea-concurent sau raiderii, cumpărând un număr mic de acțiuni, ar putea avea acces la informații contabile și de altă natură, pentru a le folosi în scopuri personale. Astfel de acțiuni reprezintă o amenințare majoră asupra existenței întreprinderii, de aceea, în limitele păstrării secretului comercial, 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, accesului public, de exemplu, situațiile financiare oficiale;
- Analiza indicatorilor eterogeni prin aplicarea metodelor tradiționale oferă o imagine contradictorie a rezultatelor activității întreprinderii. Rezultate satisfăcătoare, chiar la toți parametrii, pot să nu fie astfel, dacă se examinează 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. În plus, interesele comune ale proprietarilor și managementului întreprinderii se pot 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 ale 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 considerare prioritățile, care ar satisface 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 și subordonării dinamice, ceea ce înseamnă că indicatorii eterogeni, la prima vedere, pot fi comparați și corelați atunci, când se analizează schimbările lor în dinamică.

În susținerea acestei idei, poate servi următorul exemplu. Să presupunem că există trei indicatori necomparabili în statistică:

- 1) durata rotației creanțelor pe termen scurt;
- 2) numărul mediu de angajați;
- 3) profitul brut al întreprinderii.

Compararea acestor indicatori este dificilă, dacă îi privim sub aspect static. Într-adevăr, cum se poate compara indicatorul, măsurat în zile, cu indicatorul, exprimat în unități monetare sau numărul de persoane. Dar, în dinamică, există o ordine naturală. Și anume, durata rotației creanțelor pe termen scurt ar trebui să fie redusă, fapt care caracterizează gestionarea eficientă a activelor circulante. De asemenea, este firesc să presupunem că profitul brut crește mai repede decât numărul de angajați și, astfel, crește productivitatea muncii.

În consecință, avem:

$$T_1 > T_2 > T_3 \quad (3.6)$$

unde, T_1 exprimă ritmul de creștere a profitului brut;

T_2 – ritmul de creștere a numărului de angajați;

T_3 – ritmul de creștere a duratei rotației creanțelor pe termen scurt.

Respectarea acestei ordini demonstrează eficiența gestiunii întreprinderii. Încălcarea sa denotă existența unor probleme. Astfel, schimbarea ordinii în indicatorii vecini ai ecuației indică unele nereguli în activitățile managerilor și, ca urmare, neobținerea de rezultate, care i-ar satisface pe investitori. Aceasta este o dovadă a încălcărilor în activitatea întreprinderii, care afectează, cu siguranță, bunăstarea globală a proprietarilor. Procedura inversă prezentată anterior semnalează probleme grave în activitatea întreprinderii, care are un efect negativ asupra modificării valorii de piață (juste). În acest caz, managerii angajați gestionează întreprinderea nu prin criteriul creșterii valorii de piață (juste), fapt care necesită o intervenție semnificativă din partea proprietarilor de afaceri.

Astfel, indicatorii necomparabili în statică devin comparabili în dinamică. În plus, în dinamică, caracteristicile organizației au o ordine naturală, pot fi subordonate și sunt clasate una față de cealaltă.

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

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

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

Se poate face următoarea concluzie: la baza gestiunii valorii afacerii stă managementul bazat pe indicatori-cheie, care trebuie să ia în considerare «înfrumusețarea» admisibilă a situațiilor financiare, disponibilitatea limitată de informații pentru luarea deciziilor, precum și proprietăți importante ale indicatorilor – comparabilitatea dinamică și subordonarea dinamică.

Un alt aspect important îl constituie faptul că se face distincție între conceptul de valoare a afacerii și costul acțiunilor. Această diferență se datorează particularităților organizării sistemului financiar al statului. În teoria economică, se face distincția între două moduri de organizare a sistemului financiar: anglo-saxon și continental. Sistemele financiare de tip anglo-saxon se caracterizează printr-un nivel înalt de dezvoltare a pieței de capital, deci, principalul mod de atragere a resurselor financiare constă în emisiunea de acțiuni, obligațiuni și alte titluri de valoare. Piețele de valori mobiliare dezvoltate reacționează la orice informație atât pozitivă, cât și negativă despre activitatea organizației, care se reflectă în cotările de piață ale titlurilor de valoare. În limita sistemului financiar dat, investitorii, în primul rând, așteaptă o creștere rapidă a cursului acțiunilor. Interesele lor sunt de scurtă durată și nu sunt direct legate de impactul proiectelor de investiții. Prin urmare, criteriul principal al eficienței afacerii rezidă în creșterea valorii acțiunilor în interesul acționarilor.

Sistemele financiare de tip continental sunt caracterizate de nivelul scăzut de dezvoltare al piețelor financiare, în special, al piețelor cu capital de risc. Principalele surse de finanțare aici sunt împrumuturile bancare pe termen scurt și pe termen lung. În plus, gradul de implicare a băncii, creditorilor, sindicatelor și altor persoane în gestionarea întreprinderii, este foarte mare. În țările cu acest tip de sistem financiar, creșterea valorii afacerii în interesul acționarilor se

consideră drept politică împotriva societății. Prin urmare, pentru modelul continental de afaceri, obiectivul principal și criteriul evaluării eficienței le constituie creșterea valorii de piață (juste) a întreprinderii, în ansamblu, reflectând interesele proprietarilor săi, creditorilor, angajaților și ale statului.

În ciuda diferențelor dintre obiectivele de gestionare a afacerii, în aceste sisteme financiare, esența acestora este aceeași - creșterea bunăstării tuturor părților interesate. Prin urmare, instrumentarul gestionării valorii de piață (juste) ar trebui să se concentreze atât pe creșterea valorii de piață (juste) a acțiunilor, cât și pe creșterea valorii de piață (juste) a afacerii. În special, în condițiile din Republica Moldova, cele mai multe dintre întreprinderi nu sunt emitenți activi ai titlurilor de valoare, rămânând, în același timp, extrem de interesate de creșterea valorii afacerii.

Scopul principal al creșterii valorii de piață (juste) a unei afaceri constă în crearea valorii pentru proprietarii săi.

Valoarea de piață (justă) a întreprinderii este formată în funcție de valoarea sa intrinsecă. Valoarea intrinsecă a afacerii este măsurată diferit de fiecare investitor. Totodată, investitorii le atribuie o importanță diferită diverselor aspecte ale activității întreprinderii. Pentru a se efectua o modificare semnificativă a valorii afacerii, majoritatea investitorilor ar trebui să fie conștienți de faptul că întreprinderea creează valoare pentru acționarii săi și cooperarea lor comună din punct de vedere economic este necesară. Cu cât este mai mare numărul de investitori potențiali și actuali satisfăcuți de rezultatele activității întreprinderii, cu atât este mai mare valoarea sa de piață (justă). Având în vedere eterogenitatea cerințelor investitorilor, este destul de dificil să li se ofere aceeași perspectivă pozitivă a întreprinderii. Criteriile neclare de evaluare a activității întreprinderii din partea pieței stimulează creșterea incertitudinii în luarea deciziilor privind gestiunea valorii întreprinderii. Sunt necesare instrumente pentru armonizarea cerințelor dispersate ale investitorilor și elaborarea măsurilor pentru îmbunătățirea echilibrului de interese, care să conducă la o creștere a valorii de piață (juste). Noi propunem următoarele instrumente.

Creșterea valorii de piață (juste) se datorează creșterii valorii intrinseci. Cu cât este mai mare numărul de proprietari potențiali ai afacerii care sunt conștienți de capacitatea sa de a crea valoare pentru proprietarii săi, cu atât este mai mare valoarea de piață (justă) a afacerii, precum și valoarea acțiunilor sale. Evaluând această capacitate, subiecții pieței o fac, fie singuri, fie cu ajutorul unor terțe părți - analiștii. Indiferent de faptul cine face evaluarea, aceasta se bazează pe analiza performanței. Există, desigur, situații în care investitorul ia decizii intuitive, dar acest lucru face, de obicei, excepție. De aceea, gestiunea valorii afacerii se realizează prin gestionarea indicatorilor-cheie ai activității.

Problema rezidă în faptul, că investitorii văd diferiți indicatori-cheie. Pentru unii investitori, are valoare creșterea volumului de vânzări, care, în opinia lor, caracterizează competitivitatea produselor și capacitatea de a genera fluxuri impunătoare de numerar. Pentru alții este importantă dimensiunea întreprinderii, exprimată prin indicatorul active totale. Ei consideră că cu cât este mai mare proprietatea întreprinderii, cu atât aceasta este mai valoroasă. Alții acordă atenție mărimii profitului, care, în opinia lor, este un indicator al eficienței activității și o sursă de venit curent sub formă de dividende. Pornind de la aceasta, în scopul gestionării valorii întreprinderii, trebuie să se coreleze cerințele diverse ale proprietarilor, pentru a găsi un echilibru de interese, care este cheia pentru scoruri mari a valorii intrinseci și a valorii de piață (juste). Pentru coordonarea reciprocă a diverselor interese exprimate de diferiți indicatori, vom recurge la principiile de subordonare dinamică și comparabilitate dinamică.

Principalii indicatori ai echilibrului de interese vor fi următorii: veniturile din vânzări (VV), profitul până la impozitare (P), profitul net (PN), activele totale (AT) și dividendele plătite (D). Acești indicatori se recomandă investitorilor în vederea analizei activității întreprinderii. În primul rând, având în vedere accesul limitat la informații inerent în gestiunea corporativă, acești indicatori sunt cei mai accesibili datorită faptului că aceștia sunt obligatori pentru a fi publicați în mass-media și în unele publicații economice în componența ratingului întreprinderilor. În al doilea rând, reflectă cele mai importante caracteristici financiare pentru investitorii actuali și potențiali: creșterea economică și dimensiunea corporației - VV, AT, randamentul capitalului avansat - P și PN, creșterea bunăstării proprietarilor - D. În al treilea rând, acești indicatori se pot aranja în dinamică, pe care noi o numim performanță dinamică de referință [adaptat în baza sursei 85, p. 10].

$$1 < \text{Ritm (AT)} < \text{Ritm (VV)} < \text{Ritm (P)} \leq \text{Ritm (PN)},$$

$$1 \leq \text{Ritm (D)} \quad (3.7)$$

unde, Ritm (a) exprimă ritmul de creștere a indicatorului a.

Dovada acestei ordini se bazează pe raționamentul logic. De exemplu, o creștere a veniturilor din vânzări trebuie să fie mai mare decât creșterea activelor totale, care indică o îmbunătățire a performanței întreprinderii, exprimată în rotația activelor. Sau, creșterea mai rapidă a profitului, în raport cu veniturile din vânzări, indică faptul că venitul întreprinderii crește mai repede decât cheltuielile, ceea ce demonstrează pieței eficiența activității întreprinderii.

Amplasarea indicatorului (D), în această ordine, depinde de politica de dividend adoptată în întreprindere. Pentru instrumentele noastre, vom insista la multifuncționalitate, care se aplică la o gamă largă de participanți pe piață. Se recurge la acest lucru pentru a asigura faptul ca, în primul rând, să se efectueze comparații între întreprinderi (pentru aceasta, companiile ar trebui să

fie unificate în ceea ce privește evaluarea indicatorilor de performanță). În al doilea rând, nu toți acționarii, insideri și cu atât mai mult outsideri, dețin informații complete cu privire la politica de dividend a întreprinderii. Pentru a determina echilibrul intereselor, ar trebui să fie suficiente situațiile financiare deschise. Având în vedere cele menționate, vom înainta o cerință nerigidă (flexibilă) pentru plata dividendelor, dar care corespunde intereselor majorității acționarilor: Ritmul (D) ≥ 1 (adică, suma dividendelor plătite, cel puțin, nu ar trebui să fie redusă în timp). Acționarii vor fi asigurați în veniturile lor curente, iar managerii nu își vor face griji pentru asigurarea unui ritm înalt de creștere a dividendelor, ceea ce corespunde unei situații de echilibru al intereselor.

Astfel, în versiunea finală, aranjarea în ordine a diverselor interese va arăta exact ca un sistem de inegalități. Urmarea acestei performanțe dinamice a indicatorilor caracterizează un grad ridicat de echilibru al intereselor și abilitatea de a crea valoare pentru proprietarii lor, crește în ochii investitorilor valoarea intrinsecă, care, în cele din urmă, duce la o creștere a valorii de piață a afacerii.

Instrumentarul de gestiune a valorii de piață (juste) propus satisface toate cerințele invocate. Acesta nu se bazează pe maximizarea valorii de piață (juste), ci pe creșterea acesteia. În plus, această creștere nu poate fi realizată numai de activitățile care se soldează cu efect pe termen scurt. Realizarea dinamicii de referință este rezultatul unor activități, care conduc atât la o creștere a productivității, cât și la creșterea cifrei de afaceri și rentabilității. La acest lucru contribuie intercondiționarea mai multor indicatori. De exemplu, urmând cerințele pentru asigurarea unei creșteri a profitului cu ritmuri mai mari decât veniturile, nu va fi posibil să crească volumul vânzărilor din cauza creșterii cheltuielilor pentru marketing. În caz contrar, creșterea veniturilor va depăși creșterea profiturilor, fapt ce nu corespunde cu cerințele noastre. Același lucru poate fi spus despre creșterea numărului de angajați. Acesta poate fi majorat, dar managerii trebuie să realizeze o productivitate ridicată a muncii, adică noii angajați trebuie să asigure o creștere mai mare a veniturilor. Exemplele arată că creșterea valorii bazate pe realizarea unui echilibru de interese este atât pe termen scurt, cât și pe termen lung.

Respectarea echilibrului de interese în condițiile de deteriorare a situației economice, chiar și în condiții de criză, interesul sporit ale investitorilor pentru întreprindere. În perioada de declin, subiecții își reduc programele lor de investiții și cheltuielile, ceea ce comportă un impact negativ asupra volumului vânzărilor de produse în economie, în ansamblu. Acestea sunt condițiile obiective, altfel se încalcă dinamica de referință. Cu toate acestea, în cazul în care scăderea veniturilor este însoțită de o scădere a cheltuielilor și numărul de angajați care, la rândul său, duce la o scădere a profitului într-un ritm mai lent decât veniturile și numărul de angajați,

atunci încălcarea dinamicii de referință va fi relativ mică. Chiar și în condițiile de criză economică, se poate și ar trebui realizată o apropiere de dinamica de referință. Aceasta ar arăta păstrarea potențialului financiar al întreprinderii și capacitatea de a regenera destul de rapid. De aceea, revigorarea activității de investiții pe piețele financiare, începe cu astfel de întreprinderi. Anume, acțiunile întreprinderilor cu un înalt echilibru de interese sunt foarte solicitate în perioada post-criză și la începutul redresării economice.

În cazul intercorelării și aranjării indicatorilor-cheie, se elimină posibilitatea de manipulare a situațiilor financiare. Sistemele moderne de evidență contabilă admit, în anumite limite, variabilitatea în formarea indicatorilor-cheie ai activității: venituri, cheltuieli, profit și altele. Acest lucru, la rândul său, permite specialiștilor financiari ai întreprinderii de a prezenta pe piață situații financiare «înfrumusețate», camuflând astfel adevărata stare de lucruri. Firește, piața reacționează la astfel de informații «înfrumusețate» prin creșterea valorii de piață, deoarece investitorii, în acest caz, vor lua decizii bazate pe informații neobiective. Desigur, acest proces nu poate continua la infinit. Mai devreme sau mai târziu, problemele vor deveni evidente și nu vor putea fi ascunse. Dar, în perspectivă, pe termen scurt, utilizarea unor astfel de instrumente constituie o opțiune destul de răspândită pentru a crește valoarea de piață (justă). Aplicarea standardelor internaționale de evidență nu schimbă situația. Însă, respectarea dinamicii de referință a indicatorilor nu poate fi realizată prin manipularea simplă a situațiilor financiare. Cerința de corelație dintre indicatori limitează o astfel de posibilitate. Într-adevăr, una este prezentarea, într-o lumină pozitivă, creșterea anumitor indicatori, iar cu totul altceva este asigurarea dinamicii de referință a ritmului de creștere. În opinia noastră, pentru a realiza respectarea dinamicii de referință a indicatorilor numai prin manipularea situațiilor financiare nu este posibil, deoarece, schimbând un indicator este imposibil să nu se ia în considerare corelația sa cu alții.

Indicatorii utilizați în gestiunea valorii de piață (juste), pe baza dinamicii de referință, sunt disponibili în situațiile financiare oficiale. În condițiile informațiilor limitate, acest fapt permite evaluarea echilibrului de interese și determinarea direcției mișcării valorii oricărui subiect de piață, atât acționarilor proprii, cât și investitorilor din afară.

Regula de referință se bazează pe proprietățile de subordonare dinamică și comparabilitatea dinamică a indicatorilor. Acest lucru va permite evaluarea activității întreprinderii, ca urmare a unei combinații de factori și a obținerii unei interpretări unice a rezultatelor. Dinamica de referință corespunde creșterii valorii acțiunilor și valorii afacerii. Acest raport ar trebui să fie respectat pentru orice întreprindere, indiferent de rotația pe piața de capital. Acest lucru este deosebit de important pentru economia Moldovei, în cazul în care doar o mică

parte dintre întreprinderi sunt cotate la bursa de valori sau acțiunile lor constituie instrumente financiare cu un grad de lichiditate joasă, după care este dificilă aflarea valorii lor obiective de piață (justă).

Dinamica de referință este o reflectare a echilibrului de interese existente la întreprindere și, prin urmare, este o caracteristică a măsurii în care aceasta este capabilă să creeze 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 echilibrul de interes existent. Pentru a face acest lucru, este necesară determinarea unor domenii de aplicare a relațiilor analizate, care sunt cele mai problematice și necesită eforturi urgente.

Astfel, autorul propune instrumente de gestiune a valorii intrinseci a întreprinderii care îndeplinesc toate cerințele înaintate față de ele de către manageri și care satisfac criteriile de creștere a bunăstării proprietarilor.

În continuare, calculăm dinamica de referință pentru trei întreprinderi analizate ale Republicii Moldova (Tabelul 3.2).

Tabelul 3.2 Dinamica ritmurilor de creștere a activelor, veniturilor din vânzări, profitului brut și profitului net la "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA pentru anii 2006-2013

		Ritmul de creștere a activelor totale	Ritmul de creștere a veniturilor din vânzări	Ritmul de creștere a profitului	Ritmul de creștere a profitului net
"Vinia Traian" SA	2007/2006	0,90	1,31	0,93	-
	2008/2007	1,05	1,18	1,81	-
	2009/2008	1,09	0,71	0,96	0,63
	2010/2009	1,03	1,17	1,17	4,31
	2011/2010	1,03	0,66	0,51	0,19
	2012/2011	1,00	1,72	1,49	1,33
	2013/2012	1,09	1,16	0,81	0,88
"Combinatul de vinuri din Taraclia" SA	2007/2006	0,92	0,55	-	-
	2008/2007	0,95	0,88	-	-
	2009/2008	0,99	0,35	-	-
	2010/2009	0,95	3,35	-	-
	2011/2010	0,95	1,29	-	-
	2012/2011	1,03	0,60	0,28	0,11
	2013/2012	1,02	0,95	0,81	2,03
"Tomai-Vinex" SA	2007/2006	1,04	0,81	0,10	-
	2008/2007	1,14	1,18	35,91	-
	2009/2008	0,95	0,78	9,64	7,42
	2010/2009	0,97	0,74	0,02	0,02
	2011/2010	0,94	1,03	7,80	7,80
	2012/2011	1,30	1,66	0,45	0,19
	2013/2012	1,17	1,20	0,98	1,86

Sursa: calculat de autor

Dacă analizăm datele din tabel, putem afirma că dinamica de referință nu satisface toate datele. Pentru fiecare întreprindere, doar în unii ani, a fost respectată dinamica de referință: pentru "Vinia Traian" SA - în anul 2008, față de 2007 (cu excepția ritmului de creștere a profitului net), iar în 2010, față de 2009; pentru "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA – în niciun an nu se îndeplinește; pentru "Tomai-Vinex" SA - în 2011, față de 2010 (parțial). Nerespectarea dinamicii de referință denotă gestionarea ineficientă la aceste întreprinderi.

Drept confirmare a acestui fapt, precum și un factor de atenționare pentru investitori și manageri la "Vinia Traian" SA și "Tomai-Vinex" SA (care conform rezultatelor analizei financiare au arătat rezultate bune) este faptul că chiar și relațiile logice ale corelației indicatorilor au loc foarte rar la aceste întreprinderi. De exemplu, la "Vinia Traian" SA în 2013 odată cu creșterea activelor veniturilor din vânzări are loc diminuarea profitului. O situație asemănătoare este la "Tomai-Vinex" SA în anul 2012, fapt care confirmă prezența problemelor la întreprindere deși concluziile analizei financiare sunt pozitive.

În opinia noastră, crearea unei dinamici de referință constituie 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.

3.4. Concluzii la Capitolul 3

1. Un aspect important, existent în evaluarea businessului, este calcularea riscului, caracteristic pieței autohtone. O caracteristică esențială a riscului este gestiunea lui, prin care se subînțelege gradul de reducere a probabilității riscului sau a pierderilor cauzate de acesta prin realizarea anumitor măsuri. Cu toate acestea, risc-managementul presupune următoarele etape:

- identificarea riscurilor, evaluarea acestora și ajustarea parametrilor;
- alcătuirea și realizarea planului de măsuri privind reducerea riscurilor;
- analiza rezultatelor aplicării măsurilor privind reducerea riscurilor;
- ajustarea parametrilor de risc.

Consecințele financiare ale apariției riscului, frecvența lui și gestiunea constituie opțiuni care permit controlarea rezultatelor de risc-management. Cu toate acestea, trebuie reținut faptul că orice acțiune privind reducerea riscului ține de cheltuieli. De aceea, reducerea mărimii sale are sens până la un astfel de nivel, sub care devine ineficientă din punct de vedere economic. În urma activității eficiente a risc-managementului, se reduce semnificativ expunerea întreprinderii la acțiunile factorilor de risc, atât externi, cât și interni. Astfel, obiectivul strategic al întreprinderii de "creștere a valorii de piață (juste)" se transformă în următoarele obiective

strategice ale risc-managementului: asigurarea raportului necesar între riscuri și profitabilitate și minimizarea pierderilor întreprinderii.

2. În estimarea valorii întreprinderii, este importantă calcularea factorilor cum ar fi creșterea în viitor a valorii în urma introducerii în producție a noilor elaborări tehnico-științifice a întreprinderii propriu-zise. Întreprinderea, care realizează cercetare-dezvoltare și a acumulat un portofoliu de elaborări, care pot fi realizate la momentul potrivit, are un avantaj competitiv și o valoare mai mare, în comparație cu întreprinderile cu situația financiară comparabilă, dar care nu dispun de un astfel de portofoliu. Prin urmare, la determinarea valorii companiilor și organizațiilor, implicate în Cercetare și Dezvoltare, putem vorbi despre prezența valorii strategice, care este alcătuită din valoarea companiei, evaluată prin utilizarea metodelor acceptate în practica internațională, și valoarea potențialului ei inovațional. Introducerea conceptului de valoare strategică a întreprinderii și valoarea potențialului inovațional permit evitarea subestimării companiilor moldovenești în condițiile dezvoltării insuficiente a pieței de capital autohtone. Metodele de calcul al valorii strategice și valorii potențialului inovațional pot deveni instrumentul de luare a deciziilor privind realizarea de cercetare-dezvoltare de către întreprinderi.

3. Identificarea factorilor-cheie ai valorii, în special a parametrilor de activitate, care, de fapt, determină valoarea businessului, reprezintă cea mai importantă etapă în realizarea conceptului de gestiune a valorii. În primul rând, determinarea corectă a acestora ajută managerii să înțeleagă căror factori li se datorează formarea valorii. În al doilea rând, delimitarea factorilor după niveluri permite determinarea priorităților conform direcțiilor de asigurare a resurselor. În al treilea rând, anume acești factori ai valorii ajută managerii superiori și personalul departamentelor de business să se asocieze în baza unei înțelegeri comune a priorităților-cheie ale întreprinderii. În scopul gestionării, este necesară elaborarea unui astfel de sistem al factorilor valorii, în care se va stabili clasamentul lor ierarhic (delimitarea pe niveluri până la cel mai mic detaliu), identificarea principalilor indicatori pentru fiecare departament în parte și stabilirea în calitate de responsabil a unui angajat pentru acești parametri. Detalierea este necesară pentru asocierea factorilor valorii cu acei indicatori, în baza cărora, în mod direct, se iau decizii la nivel funcțional și operațional.

4. În mod tradițional, factorii 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 estimării 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.

5. Pentru întreprinderile cu dificultăți în orientarea spre valoarea de piață (justă) din cauza unui șir de motive, propunem o metodologie de gestiune a valorii businessului, bazată pe corelația dintre principalii indicatori ai situației economico-financiare a întreprinderii. În scopul gestiunii valorii conform indicatorilor, aceștia trebuie să fie ordonați, acordând priorități, care ar satisface majoritatea participanților la gestiunea corporativă. Eterogenitatea și diversitatea indicatorilor complică acest obiectiv în cadrul abordărilor existente. Pentru înlăturarea acestor probleme, este necesar de a oferi gestiunii indicatorilor-cheie proprietatea comparabilității și subordonării dinamice, ceea ce înseamnă că indicatorii eterogeni, la prima vedere, se pot compara și corela, când se analizează modificarea lor în dinamică. Selectând principalii indicatori economico-financiar ai întreprinderii, este posibilă elaborarea unei dinamici de referință a indicatorilor, a cărei îndeplinire sau neîndeplinire constituie o caracteristică importantă a bunăstării întreprinderii, la care se pot orienta atât managerii, cât și a alte persoane interesate de întreprinderea dată.

CONCLUZII ȘI RECOMANDĂRI

Procesul de evaluare și gestiune a valorii întreprinderii depinde de calitatea gestiunii acesteia. Gestiunea întreprinderii, fundamentată pe abordarea bazată pe valoare, constituie, 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 al 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, ca fiind 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, fundamental este conceptul valorii intrinseci (de bază, fundamental) a întreprinderii. Valoarea de piață (justă) 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 intrinseci 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. Pe lângă factorii care influențează formarea valorii intrinseci, pentru determinarea valorii de piață autorul consideră că trebuie ținut cont de asemenea factori, precum: situația pe piață (piața vânzătorului sau a cumpărătorului, declinul sau ascensiunea pe piață, prezența întreprinderilor similare pe piață, situația economică generală din țară și din lume).

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. Cercetările efectuate de autor în domeniul de referință evidențiază problemele specifice de gestionare avalortii 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 unul 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 vulnerabile, în comparație cu concurenții și, respectiv, să facă ajustări în planul de măsuri privind creșterea valorii create.

4. Estimarea valorii reprezintă un instrument important al gestiunii financiare a afacerii în cadrul conceptului de gestiune a întreprinderii, bazat pe valoarea de piață a acesteia. Criteriul primordial al succesului gestiunii activității, la diferite niveluri, este considerat creșterea valorii de piață (juste) 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. La aplicarea metodei abordării de piață, o problemă actuală o constituie transparența redusă a informațiilor (lipsa informațiilor complete despre întreprinderile similare, date incomparabile, dificultatea evaluării caracteristicilor calitative). Metoda de evaluare a întreprinderilor, bazată pe actualizarea veniturilor viitoare, prezintă o serie de avantaje și dezavantaje. Această metodă permite reflectarea profitabilității viitoare a întreprinderii, de care, cel mai mult, este interesat investitorul. Totodată, se ține cont de riscul de investiție, ritmurile posibile de inflație, dar și de situația de pe piață prin rata de actualizare. Această metodă oferă posibilitatea să se ia în considerare amortizarea companiei, care reprezintă creșterea mărimii valorii de piață (juste), obținută prin metoda de acumulare a activelor față de mărimea valorii de piață (juste), obținută prin metoda de actualizare a veniturilor viitoare. Practica internațională a demonstrat că această metodă determină cel mai exact valoarea de piață (justă) a întreprinderii. Dar utilizarea acestei abordări presupune că valoarea cantitativă a fluxurilor tuturor perioadelor actualizate este

cunoscută exact, dar, în practică, realizarea acestei premise este puțin probabilă, deoarece, în condițiile Republicii Moldova, este extrem de dificilă prezicerea, cu exactitate, a rezultatelor financiare ale activității întreprinderii pentru o perioadă de câțiva ani înainte.

5. Potrivit factorilor, 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, în opinia autorului, 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, presupun prezența rapoartelor manageriale conform standardelor internaționale. În viziunea autorului, o tranziție rapidă la situațiile financiare internaționale va contribui la promovarea conceptului dat.

7. Deoarece valoarea unei întreprinderi depinde de venitul viitor, este deosebit de importantă prognozarea 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, valorii terminale depinde de trei parametri financiari: fluxul ultimei perioadei 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-à-vis de un singur factor, revendică cerințe mari față de elaborarea unei metode de prognoză a mărimii 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 prezenta lucrare, 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 că fiecare din metodele celor trei abordări tradiționale de estimare a valorii sunt imperfecte, fapt pentru care propunem să se recurgă la toate trei abordări (în cazurile în care acest lucru este posibil, prin disponibilitatea tuturor informațiilor necesare), și apoi – compararea rezultatelor. În acest caz, este important ca informația despre mărimile intermediare ale valorii patrimoniului 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, dintre care multe nu au fost vândute nici măcar o dată, prin urmare, pentru aplicarea metodei comparative, în opinia autorului, se pot utiliza informații despre întreprinderi similare din alte țări. Însă, la calculare, trebuie să fie luat în considerare un asemenea 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 determinare a valorii de piață (juste), trebuie utilizat, în calitate de indicator integrat, indicatorii, ce nu țin doar de informațiile interne, dar, de asemenea, și de informația de piață. În prealabil, poate fi utilizată informația, care include multiplicatori utilizați în determinarea valorii bazată pe abordarea comparativă. Multiplicatorii permit compararea valorii diferitelor întreprinderi atât în interiorul ramurii, cât și pe piață, în general. O capacitate mai mare, referitoare la informațiile de piață, o au multiplicatorii relativi, care permit delimitarea întreprinderilor, din punct de vedere al 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 (juste) 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 de indicatorii speciali. În acest caz, toți indicatorii propuși sunt calculați pe baza indicatorilor tradiționali pentru întreprinderi. Sistemul de indicatori propuși, care conexează variabilele fundamentale cu multiplicatorii valorii, păstrează meritul modelului fluxurilor de numerar actualizate, care rezidă în posibilitatea revizuirii perspectivelor de formare a valorii. El reflectă obligativitatea evidenței pe termen lung a creării valorii. Sistemul de

indicatori permite ca, 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 permite majorarea eficienței gestiunii valorii de piață (juste) a întreprinderii.

4. În teză, a fost elaborată abordarea privind selectarea între investirea în active și păstrarea rezervei de numerar. 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 - costurile ridicate, condiționate de gradul redus de lichiditate a acestora. Dimpotrivă, ca avantaje ale activelor cu un grad sporit de lichiditate pot fi menționate costurile 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 de bunuri, 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 demonstrat că, în pofida faptului că activele cu un grad redus de lichiditate generează profituri, spre deosebire de numerar, care nu sunt investite în active, totuși, valoarea numerarului 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 la 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. Aplicarea circuitului închis de gestiune a întreprinderii, conform abordării bazate pe costuri, permite justificarea adoptării deciziilor:

- privind necesitatea modificării în componența activelor întreprinderii, inclusiv

suplimentare, sociale și financiare;

- privind oportunitatea participării la capitalul altor companii;
- privind eficiența afacerilor existente, precum și deschiderea unor noi afaceri;
- privind natura dinamicii valorii patrimonialului și întreprinderii, în general, având în vedere obiectivele strategice și operaționale de management, precum și multe alte sarcini.

Potrivit evaluărilor, contribuția sistemului de gestiune la 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, precum 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, țin de creșterea valorii în urma realizării unui proiect de investiții. Cu toate acestea, proiectul presupune o finalitate, criteriile principale ale eficienței proiectelor de investiții fiind profitabilitatea și perioada de răscumpărare. În unele ramuri de prelucrare, ciclul de viață al producției se deosebește cu o durată mai lungă de realizare a acestuia. De aceea, 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 funcție de includerea, în activitățile întreprinderii, a etapelor inovaționale a ciclului de viață al produsului. Introducerea conceptelor de valoare strategică a companiei și valoare a potențialului său inovațional 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 efectuarea operațiunilor de cercetare-dezvoltare de către întreprinderi.

7. În mod tradițional, factorii 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 (justă), din cauza unui șir de motive, li 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 gruparea acestora 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 înlăturarea acestor probleme, este necesar ca, gestionării indicatorilor-cheie, să i se ofere proprietatea de comparabilitate și subordonare dinamică, ceea ce înseamnă că indicatorii eterogeni, la prima vedere, pot fi comparați și corelați, dacă analizăm schimbările acestora în dinamică. Selectând indicatorii economico-financiar principali ai întreprinderii, este posibilă obținerea dinamicii 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.

BIBLIOGRAFIE

Acte legislative și normative

1. Закон РМ об акционерных обществах. Закон №244-XIV от 23.12.1998 *Monitorul Oficial al RM.* 1999, nr. 10-11 от 14.02.
2. Закон РМ об оценочной деятельности. Закон №989-XV от 18.04.2002 *Monitorul Oficial al RM.* 2002, nr. 102 от 16.07.
3. Закон РМ о несостоятельности. Закон №632-XV от 14.11.2001. *Monitorul Oficial al RM* 2001, nr. 139-140 от 15.11.
4. Закон РМ о кадастре недвижимого имущества. Закон №1547-XIII от 25.02.1998. *Monitorul Oficial al RM.* 1998, nr. 44 от 21.05.
5. Постановление Правительства РМ №293 от 30.04.1992. Методические указания по оценке собственности предприятий и организаций Республики Молдова. *Monitorul Oficial al RM.* 1992, nr. 41 от 30.04.
6. Постановление Правительства РМ №958 от 04.08.2003. Об утверждении временного положения об оценке объектов недвижимого имущества. *Monitorul Oficial al RM.* 2003, nr. 177-181 от 15.08.
7. Постановление Правительства РМ №670 от 09.06.2003. Об утверждении Программы действий по внедрению новой системы оценки объектов недвижимого имущества в целях налогообложения. *Monitorul Oficial al RM.* 2003, nr. 123-125 от 20.06.
8. Постановление Правительства РМ №900 от 24.07.2003. Об утверждении Регламента об аттестации оценщиков недвижимого имущества. *Monitorul Oficial al RM.* 2003, nr. 163-166 от 01.08.
9. Национальная комиссия фондового рынка. Акционерные общества, выплатившие дивиденды в 2008 году (без учета страховых компаний и банков). *Экономическое обозрение.* 2009, nr. 39. с. 6
10. INSTITUTUL NAȚIONAL DE STANDARDIZARE ȘI METROLOGIE. SM 249:2004 *Единая система оценки собственности: термины и понятия.* Кишинэу: Департамент «Молдова-Стандарт», 2004. 86 р.

Monografii, manuale, teze de doctorat, broșuri

11. АНСОФФ, И. *Стратегическое управление.* Москва: Экономика, 1989. 414 с.
12. БАЛАБАНОВ, И.Т. *Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом?* Москва: Финансы и статистика, 1995. 384 с.

13. БЛАНК, И. А. *Справочник финансового менеджера*. Киев: Ника–центр, 1998. 397 с.
14. БОРОДИНА, Е. М. И др. *Финансы предприятий*. Москва: Банки и биржи, 1995. 208 с.
15. БРЕЙЛИ, Р., МАЙЕРС, С. *Принципы корпоративных финансов*. Пер. с англ. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. 1120 с.
16. БРИГХЕЙМ, Ю., ГАПЕНСКИ, Я. *Финансовый менеджмент*. Санкт-Петербург: Питер, 2007. 960 с.
17. БОУМЕН, К. *Основы стратегического менеджмента*. Пер. с англ. / Под ред. Зайцева Л.Г., Соколовой М.И. Москва: ЮНИТИ: Банки и биржи, 1997. 1955 с.
18. ВАЛДАЙЦЕВ, С.В. *Оценка бизнеса*. Москва: ТК Велби Проспект, 2003. 352 с.
19. ВАН ХОРН, Д. К., ВАХАРОВИЧ, Д. М. *Основы финансового менеджмента*. Москва: ИД Вильямс, 2003. 992 с.
20. ВОЖИК, С.В. *Разработка методов оценки стоимости компании для принятия стратегических решений* : автореф. дисс. ... канд. экон. наук. Москва. 2005. 30 с.
21. ДАМОДАРАН, А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов*. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.
22. ЕСИПОВ, В. Е., МАХОВИКОВА, Г. А., ТЕРЕХОВА, В. В. *Оценка бизнеса*. – Санкт-Петербург: Питер, 2006. 464 с.
23. КОБЗАРЬ, Л., КИОСЯ, Т., ТЮРИКОВ, К., СУВОРОВА, Ю. *Финансы предприятия*. Кишинэу: МЭА, 2007. 364 с.
24. КОБЗАРЬ, Л., ТЮРИКОВ, К. *Финансовый менеджмент фирмы*. Кишинэу: МЭА, 2006. 276 с.
25. КОВАЛЕВ, В. В. *Курс финансового менеджмента*. Москва: Изд-во Проспект, 2008. 448 с.
26. КОВАЛЕВ, В. В. *Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности*. Москва: Финансы и статистика, 1996. 512 с.
27. КОЗЫРЬ, Ю. В. *Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия* : автореф. дисс. ... канд. экон. наук. Москва. 2003. 24 с.
28. КОЗЫРЬ, Ю.В. *Стоимость компании: оценка и управленческие решения*. Москва: Альфа-пресс, 2004. 200 с.
29. *Количественные методы финансового анализа* / Под ред. С. Дж. Брауна и М.П. Крицмена. Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 1996. 336 с.
30. КОРОСТЕЛЕВ, С. П. *Основы теории и практики оценки недвижимости*. Москва: «Русская Деловая Литература», 1997. 221 с.

31. КОУПЛЕНД, Т., КОЛЕР, Т., МУРИН, Дж. *Стоимость компаний: оценка и управление*. / Пер. с англ. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес». 2002. 576 с.
32. НОВОСЕЛОВ, В. А. *Определение стоимости фирмы (оценка бизнеса фирмы)*. Москва: Диалог – МГУ, 2000. 226 с.
33. *Оценка бизнеса : учебник* / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. Москва: Финансы и статистика, 2005. 736 с.
34. ПАВЛОВЕЦ, В. В. *Модели оценки стоимости корпораций* : автореф. дисс.... канд. экон. наук. Санкт-Петербург, 2001. 28 с.
35. САЧКО, Е. В. *Управление промышленным предприятием с позиций стоимостного подхода* : автореф. дисс. канд. экон. наук. Челябинск, 2004. 20 с.
36. СЫЧЕВА, Г. И., КОЛЫБАЧЕВ, Е. Б., СЫЧЕВ, В. А. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие*. Ростов-на-Дону: Феникс, 2004. 464 с.
37. *Финансовый менеджмент* / под ред. Поляка Г. Б. Москва: Финансы, ЮНИТИ, 1997. 384 с.
38. ФИШМАН, Дж., ПРАТТ, Ш. *Руководство по оценке стоимости бизнеса*. Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 2003. 342 с.
39. ХОВАРТ, П. *Концепция контроллинга: управленческий учет. Система отчетности. Бюджетирование*. Пер. с нем. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2005. 269 с.
40. ЦОЙ, Р. А. *Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления* : дисс. ... канд. экон. наук. Ростов-на-Дону, 2007. 174 с.
41. ШАРП, У. Ф., АЛЕКСАНДЕР, Г. Д., БЭЙЛИ, Д. В. *Инвестиции*. Москва: ИНФРА-М, 1997. 317 с.
42. ЯНКОВСКИЙ, К. П., МУХТАРЬ, И. Ф. *Организация инвестиционной и инновационной деятельности*. Санкт-Петербург: Питер, 2001. 448 с.
43. ALBU, S. *Valoarea patrimoniului. Problemele aprecierii și gestiunii*: monografie. Chișinău: UTM, 2009. 253 p.
44. ALBU, S. *Evaluarea și gestiunea eficientă a patrimoniului public în Republica Moldova*. Tezei de doctor habilitat în economie. 2012. – Chișinău, Universitatea Tehnică a Moldovei, 232 p.
45. ARNOLD, G. Tracing the development of value based management. In: Arnold G., Davies M. *Value Based Management. Context and Application*. New-Work : John Wiley & Sons, 2000. pp. 22-34.
46. ASHBAUGH-SKAIFE, H., COLLINS, D.W., LAFOND, R. *Corporate governance and*

the cost of equity capital. Iowa : University of Iowa Press, 2004. 675 p.

47. BĂNCILĂ_ N. *Teoria și practica de evaluare a unităților economice în baza cerințelor actuale bancare*. Teză ... doct. hab. în șt. econ. Chișinău, 2007. 302 p.
48. DAMODARAN, A. Firm Valuation [Resursă electronică]. Disponibil: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/ValIntro.pdf Accesat: 15.11.2012.
49. RAPPOPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. New-Work: Free Press, 1998. 205 p.
50. STAN, S. *Evaluarea întreprinderii*. București : Ed. IROVAL., 2003. 442 p.
51. *Standardele Internaționale de Evaluare*. București : Ed. ANEVAR, 2003. 276 p.
52. STEWART, B. *The Quest for Value : a guide for Senior Manager*. New-Work. 1999. 747 p.

Contribuții în reviste și ziare ,din materialele simpozioanelor, conferințelor

53. АБАНИН, С. Л. Анализ моделей расчета ставки капитализации. *Финансы и кредит*, 2009, nr 11, pp. 58-66.
54. БУХВАЛОВ, А. В., ВОЛКОВ, Д. Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник Санкт-Петербургского Университета. Серия Менеджмент*. 2005, nr 1. pp. 26-44.
55. ВОЛОДЬКО, О. В. Формирование современного уровня финансового менеджмента для устойчивого развития предприятий. In: *Матер. междунар. науч.-практ. конф. «Актуальные проблемы развития финансово-кредитного механизма в инновационной экономике»*. Минск, 2007, pp. 16-17.
56. ГАВРИЛОВ, И. В. Прогнозирование долгосрочного роста компании. *Финансы*. 2008, nr 4. pp. 72-73.
57. ГЕРАЩЕНКО, И. П. Построение критерия оптимальности финансовой стратегии компании. *Финансы и кредит*. 2009, nr 2. pp. 22-32.
58. ГЕТМАНЦЕВА, Е. Современные финансовые методы управления компанией: трансформирование функции финансов. *Analele științifice ale Universității de Stat din Moldova. Seria «Științe socioumanistice»*. Chișinău, 2006. vol. 4. pp. 217-218.
59. ГИЗАТУЛИН, А. Корпоративное управление и финансовая эффективность компании: мета анализ. *Вопросы экономики*. 2008, №10. с. 62-76.
60. ГРАФОВ, А. В. Оценка финансово-экономического состояния предприятия.

Финансы. 2001, nr 7. pp. 64-66.

61. ГУЦУ, Е. Оценка стоимости компании: концепции, методология, мифы. In: *Conferința științifică internațională «Dezvoltarea durabilă a României și Republicii Moldova în contextul european și mondial»* din 22-23 sept. 2006. Chișinău: ASEM, 2007. pp. 141-145.
62. ДАНИЛЬЧЕНКО, Л., НАМЕСНИК, Е. Анализ и прогноз финансово-экономического потенциала предприятия. In: *Analele științifice ale Universității de Stat din Moldova. Seria «Științe socioumanistice»*. Chișinău, 2006. vol. 4. pp. 192-198.
63. ДЖАКСЫБЕКОВА, Г. Н. Доходный подход к оценке стоимости компании. *Финансы и кредит*. 2008, nr 45. pp. 30-40.
64. ЕЛЕНЕВА, Ю. Я. Стоимостной подход как основа современного управления бизнесом. *Проблемы теории и практики управления*. 2005, nr 4. pp. 14-17.
65. ИВАШКОВСКАЯ, И. В. Управление стоимостью: вызовы российскому менеджменту. *Российский журнал менеджмента*, 2004, nr 4, pp. 113-132.
66. ИВАШКОВСКАЯ, И. В. Влияние корпоративного управления на стратегическую эффективность компании в России. *Финансы и кредит*. 2009, nr 48. pp. 21-28.
67. ИНОЗЕМЦЕВ, В. Американская и европейская модели корпоративного поведения: сходства, отличия и перспективы развития. *Проблемы теории и практики управления*. 2002, nr 6. pp. 16-22.
68. КОВАЛЕВ, П. П. Стратегия банковского риск-менеджмента. *Финансы и кредит*. 2009, nr 15. pp. 27-33.
69. КОЗЫРЬ, Ю. В. Оценка и управление стоимостью компании. *Рынок ценных бумаг*. 2000, nr 19. pp. 23-32.
70. Критерии принятия инвестиционных решений – опрос управляющих фондами. 2002. Ernst & Young. [Resursă electronică]. Disponibil: [http: www.ey.com/cis](http://www.ey.com/cis) Accesat: 12.12.2012.
71. КРЫЛОВ, В. Г. Управление стоимостью бизнеса группы компаний. *Менеджмент в России и за рубежом*. 2005, nr 4. pp. 43-55.
72. КУЗНЕЦОВ, И. А. Отражение страновых рисков в методологии оценки стоимости компании на развивающихся рынках. *Финансы и кредит*. 2009, nr 24. pp. 57-65.
73. ЛИХАНОВА, З. К. Повышение качества оценки рыночной стоимости бизнеса сравнительным подходом. *Финансы и кредит*. 2008, nr 13. pp. 56-60.
74. МЕРТЕНС, А. Стоимость компаний в теории и практике. *Финансовый директор*. 2002, nr 5. pp. 82-86.

75. НАВРУЗОВ, Ю. В. Управленческая неэффективность. Методы оценки потерь и экономически обоснованные способы их предотвращения. *Менеджмент сегодня*. 2007, nr 5. pp. 270-275.
76. НАЛИВАЙСКИЙ, В. Ю., ЦОЙ, Р. А. Оценка влияния корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний. Вестник *Санкт-Петербургского государственного университета. Серия Менеджмент*. 2006, nr 3. pp. 34-54.
77. ОЩИПКОВ, В. Модель управления компанией на основе оценки ее нематериальных активов. *Проблемы теории и практики управления*. 2007, nr 11. pp. 60-64.
78. ПАВЛОВА, А. Антикризисная стратегия в контексте управления стоимостью предприятия. *Проблемы теории и практики управления*. 2007, nr 10. pp. 87-95.
79. Принципы корпоративного управления ОЭСР. [Resursă electronică]. Disponibil: <http://www.oecd.org/rusweb/rusfeder/5/5/corpor.htm> Accesat: 23.11.2012.
80. ПУЗОВ, Е. Н., ЧЕПЬЮК, О. Р. Моделирование системы принятия решений на базе стоимости компании. *Менеджмент в России и за рубежом*. 2008, nr 1. pp. 39-45.
81. ПЯТНИЦКИЙ, Д. Оценка стоимости корпораций Германии. *Мировая экономика и международные отношения*. 2006, nr 10. pp. 43-47.
82. РАЕВА, И. В. Практические аспекты использования результатов финансового анализа в оценке бизнеса. *Менеджмент сегодня*. 2010, nr 1. pp. 2-16.
83. РАССКАЗОВА, С. В, РАССКАЗОВА, А. Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании. *Финансовый менеджмент*. 2002, nr 3. pp. 12-17.
84. РОМАНОВ, В. С. Задача управления стоимостью компании: дискретный случай. *Проблемы управления*. 2007, nr 1. pp. 41-45.
85. САВЧУК, В. 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.
86. САВЧУК, В. 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.
87. САВЧУК, В. 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
88. САВЧУК, В. 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

89. САВЧУК, В. Управление стоимостью предприятия // *Analele Științifice ale USM, Seria «Științe Socioumanistice»*, Vol. II, Chișinău 2005- P. 507-510. ISSN 1811-2668
90. САВЧУК, В. Практическое применение управления стоимости 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.
91. САВЧУК, В. Методологические аспекты управления стоимости 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
92. САВЧУК, В. 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
93. СИНЯВЕЦ, Т. Роль системы управления персоналом в увеличении рыночной стоимости компании. *Проблемы теории и практики управления*. 2008, nr 12. pp. 92-101.
94. ТОНКИХ, А. С., ИОНОВ, А. В. Инструментальное обеспечение управления рыночной стоимостью фирмы. *Финансы и кредит*. 2009, nr 38. pp. 6-13.
95. ТРЕНЕВ, В. Н., ТРЕНЕВ, Н. Н. Управление стоимостью – новый приоритет управления бизнесом. *Менеджмент в России и за рубежом*. 2006, nr 5. pp. 99-104.
96. ТЮРИКОВ, К., МИНГАЗОВ, М. Ключевые параметры, используемые для оценки эффективности финансового инжиниринга. *Analele științifice ale Universității de Stat din Moldova. Seria «Științe socioumanistice»*. Chișinău, 2006. vol. 4. pp. 286-288.
97. УЛЬЯН, Г., САВЧУК, В. 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. Centrul Editorial-poligrafic al USM. – P. 333 -336. ISBN 978-9975-70-915-6.
98. ФЕДОТОВА, Т. А. Формирование стратегической стоимости предприятия. *Финансы и кредит*. 2008, nr 10. pp. 64-69.
99. ФЕДОТОВА, Т. А. Система рыночных и внутренних индикаторов стратегии формирования стоимости предприятия. *Финансы и кредит*. 2009, nr 18. pp. 16-25.

100. ФОМИЧЕВ, Г. И. Оценка стоимости банков. *Финансы и кредит*. 2009, nr 11. pp. 52-57.
101. ХАЙД, А. Корпоративное управление в Европе. *Проблемы теории и практики управления*. 2002, nr 4. pp. 95.
102. ЧЕГАРОВСКИЙ, А. Фондовая биржа, третий квартал. *Экономическое обозрение*. 2009, nr 38. pp. 10.
103. ЧЕГАРОВСКИЙ, А. Рыцари ценных бумаг. *Экономическое обозрение*. 2010, nr 42. pp. 10.
104. ЧЕРЕМУШКИН, С. В. Максимизировать богатство, а не стоимость. *Финансы и кредит*. 2008, nr 33. pp. 45-58.
105. ШИПОВ, В. Некоторые особенности оценки стоимости отечественных предприятий в условиях переходной экономики. *Рынок ценных бумаг*. 2000, nr 18. pp. 15.
106. ALBU, S. Reglementarea procesului de evaluare a proprietății. *Analele științifice ale Universității de Stat din Moldova. Seria «Științe socioumanistice»*. Chișinău, 2006. vol. 4. pp. 165-169.
107. ALBU, S. Aspecte de instruire a evaluatorilor. *Analele științifice ale Universității de Stat din Moldova. Seria «Științe socioumanistice»*. Chișinău, 2006. vol. 4. pp. 170-175.
108. ANDERSON, A., GUPTA, P. P. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance nexus: Do financial structure and the legal system of a country matter? *Working paper / Lehigh University*. 2006.
109. BAUER, R., GUNSTER, N., OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe. *Journal of Asset Management*. 2003, vol. 5, nr. 2. pp. 91-104.
110. Conferința de lansare a standardelor de evaluare EVS-2000. *Buletin informativ ANEVAR* 3. 2001, 4.
111. CORNELIUS, P. Corporate practices and national governance system: What do country rating tell us? *German Law Journal*. 2005. vol. 6, nr. 3. pp. 583-604.
112. DALTON, C. M., DALTON, D. R. Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *The British Journal of Management*. 2005, vol. 6. pp. 91-97.
113. DOIDGE, C., CAROLYI, G. A., STULY, R. M. Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*. 2007, vol. 86, nr. 1. pp. 1-39.
114. DURNEV, A., KIM, E. The interplay of firm-specific factors and legal regimes in corporate governance and firm valuation. *Working paper / University of Michigan*. 2002.
115. GOMPERS, P. A., ISHII, J. L., METRICK, A. Corporate governance and equity prices.

Quarterly Journal of Economics. 2003, vol. 118. pp. 107-155.

116. HASPELAGH, Philippe, TOMO, Noda and FARES, Boulos. Managing for Value: It's Not Just About the Numbers. *Harvard Business Review*. 2001, July-August. pp. 65-73.
117. Investor Opinion Survey. McKinsey, July, 2002. [Resursă electronică] Disponibil: http://www.Mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html Accesat: 14.07.2011.
118. MODILIANI, F., MILLER, M. H. The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [Resursă electronică] Disponibil: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-American Economic Review>. June 1958. vol. 48. nr 3. pp. 261-297
119. MUNTEAN, N., FRATEA, N., TOLMATSCHI, S. Locul evaluării în sistemul de gestiune a riscurilor întreprinderii. In: *Conferința științifică internațională «Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii»* din 25-26 sept. 2009. Chișinău: ASEM, 2009. pp. 216-220.
120. SHULYE, W. Valuation, tax shield and the cost-of-capital with personal taxes: a framework for incorporated taxes. *International Journal of Theoretical and Finance*. 2005, vol. 7, nr. 6. pp. 769-804.
121. WORLD BANK. Corporate Governance: A Framework for Implementation. Overview, 1999 [Resursă electronică] Disponibil: <http://www.worldbank.org> Accesat: 25.12.2012.

Surse Internet

122. Analiza activității Societăților pe acțiuni <http://www.cnpf.md/md/infost/> (vizitat: 08.01.2010)
123. Legea privind societățile pe acțiuni. http://lex.justice.md/document_rom.php?id=75DC9789:D2483443 (vizitat: 07.11.2012)
124. Legea cu privire la activitatea de evaluare <http://lex.justice.md/index.php?action=view&view=doc&lang=1&id=312892> (vizitat: 07.11.2012)
125. Hotărârea cu privire la indicații metodice referitor la procedura de schimb a hîrtilor de valoare în legătură cu reorganizarea societăților pe acțiuni <http://lex.justice.md/index.php?action=view&view=doc&lang=1&id=310582> (vizitat: 05.12.2012)
126. The Quality Policy in Value Based Management http://www.researchgate.net/profile/Piero_Mella/publication/270392852_The_Quality_Policy_in_Value_Based_Management/links/54a90c670cf2eccc56e55073.pdf (vizitat: 11.01.2013)

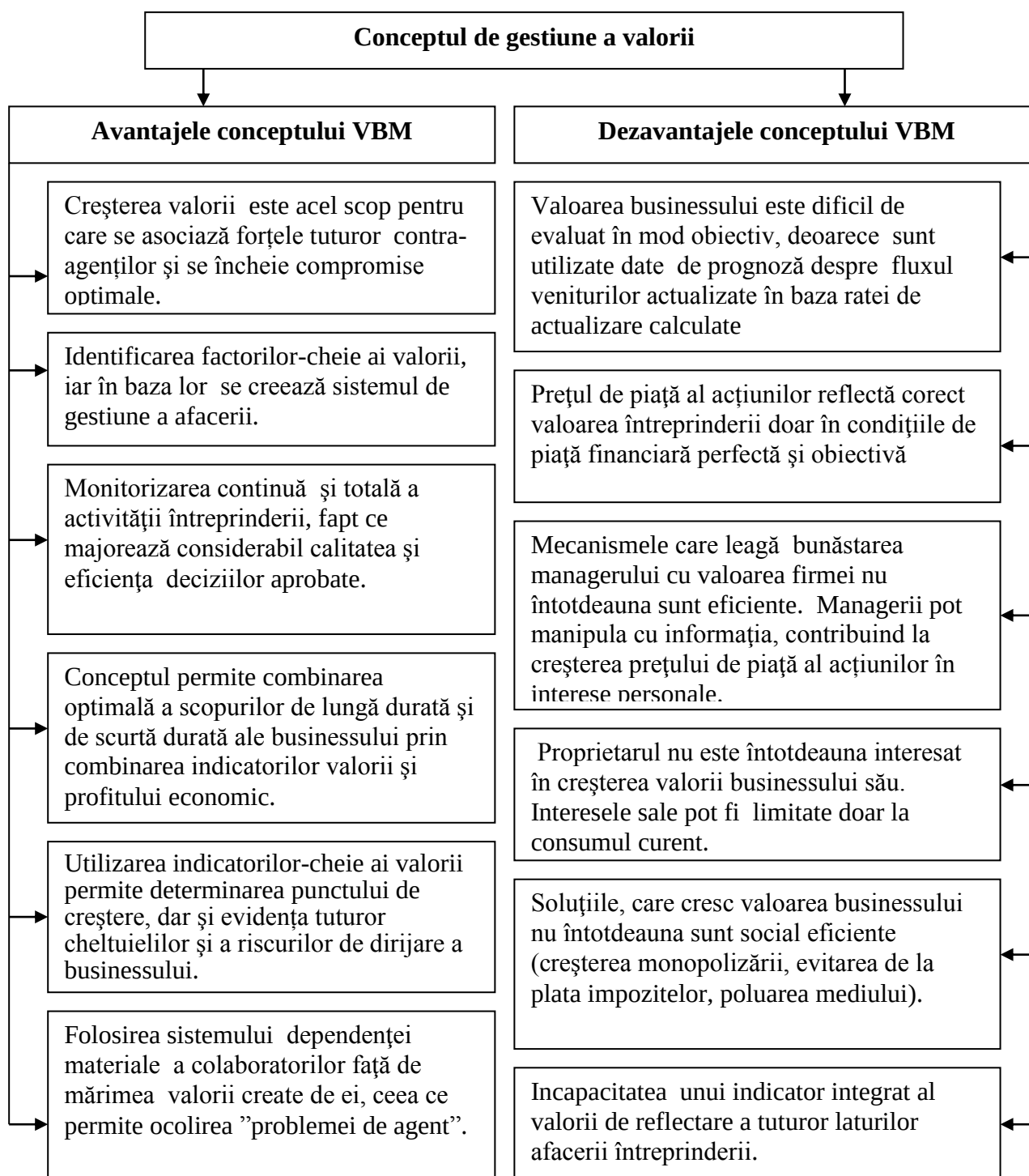
ANEXE

Principalele tipuri de valoare a întreprinderii

Tipurile de valoare a întreprinderii	Conținutul
Valoarea de piață (justă)	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, obiectivă)	Valoarea intrinsecă a întreprinderii, calculată pe parcursul analizei economico-financiare fundamentale a activității întreprinderii
Valoarea de lichidare și/sau valoarea vânzării forțate	Valoarea obiectului imobilului când este înstrăinat sau trebuie să fie înstrăinat pentru o perioadă scurtă de timp și cu condiția expunerii pe piață, care nu îndeplinesc condițiile necesare pentru a obține cel mai bun preț pe piață
Valoarea impozabilă	Valoarea totală a proprietății evaluate de către autoritățile publice, sau ale activelor separate aplicată în calcularea impozitelor (de exemplu, impozitul pentru imobili)
Valoarea de bilanț	Mărima activelor nete, determinată conform datelor bilanțului
Valoarea inițială (Costul de intrare)	Suma cheltuielilor totale, necesare pentru a cumpăra sau a crea un obiect de evaluare în momentul inițierii activității de exploatare
Valoarea contabilă	Pentru întreprinderi - diferența dintre valoarea activelor totale (după reducere cu suma valorii de amortizare acumulată (uzura) și orice pierderi din reevaluare), precum și suma datoriei totale, în forma în care este indicat în bilanț
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 funcție de contribuția lor în activitatea comună, dar nu în funcție de valoarea de piață a acestor componente
Valoarea de înlocuire	Suma costurilor totale necesare pentru construirea clădirilor sau construcțiilor, determinată analogic, calculată în baza prețurilor de piață curente la data evaluării, ținând cont de uzura clădirilor sau construcțiilor evaluate
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 tehnologii 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]

Avantaje și dezavantaje de aplicare a conceptului de gestiune a valorii



Sursa: adaptată de autor în baza surselor [74; 116; 117].

**Indicatorii lichidității la ”Vinia Traian” SA, ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA
și ”Tomai-Vinex” SA pentru anii 2006-2013**

Indicatorii	Anii	”Vinia Traian” SA	”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA	”Tomai-Vinex” SA
Coeficientul lichidității curente	2006	2,5	1,57	1,12
	2007	2,72	2,39	2,79
	2008	2,69	2,28	2,29
	2009	2,29	2,11	2,94
	2010	3,71	2,22	3,60
	2011	3,80	2,69	5,29
	2012	4,75	2,80	2,60
	2013	3,90	2,76	2,16
Coeficientul lichidității rapide	2006	1,01	0,65	0,50
	2007	1,15	0,87	1,21
	2008	1,06	0,76	0,89
	2009	0,95	0,64	0,92
	2010	1,87	0,81	1,34
	2011	1,63	1,09	1,52
	2012	1,77	1,01	0,74
	2013	1,84	0,77	0,57
Coeficientul lichidității absolute	2006	0,10	0,012	0,0007
	2007	0,07	0,0003	0,005
	2008	0,04	0,0002	0,01
	2009	0,04	0,003	0,007
	2010	0,14	0,001	0,009
	2011	0,16	0,0006	0,02
	2012	0,17	0,0009	0,007
	2013	0,18	0,0003	0,008

Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

Dinamica indicatorilor rentabilității la ”Vinia Traian” SA, ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA și ”Tomai-Vinex” SA pentru anii 2006-2013

Indicatorii	Anii	”Vinia Traian”	”Combinatul de vinuri din Taraclia”	”Tomai-Vinex”
Coeficientul rentabilității vânzărilor	2006	26,7	26,38	45,13
	2007	18,89	19,92	42,27
	2008	29,12	14,73	38,85
	2009	39,04	25,17	45,92
	2010	38,98	24,81	34,48
	2011	29,85	16,94	23,32
	2012	23,67	23,54	20,40
	2013	16,59	20,18	16,70
Coeficientul rentabilității activelor	2006	4,31	-	1,30
	2007	-	8,27	0,13
	2008	2,18	-	3,96
	2009	3,18	-	39,95
	2010	13,35	-	0,92
	2011	2,50	0,83	7,67
	2012	3,72	0,22	2,68
	2013	3,03	0,17	1,87
Coeficientul rentabilității investițiilor	2006	4,36	-	1,14
	2007	-	8,10	-
	2008	5,54	-	5,14
	2009	3,18	-	39,95
	2010	13,35	-	0,92
	2011	2,50	0,83	7,67
	2012	3,32	0,09	1,11
	2013	2,67	0,17	1,78
Coeficientul rentabilității capitalului propriu	2006	6,55	-	8,94
	2007	-	10,44	-
	2008	7,82	-	30,30
	2009	4,68	-	69,13
	2010	16,80	-	1,51
	2011	3,15	1,08	10,63
	2012	4,01	0,11	1,97
	2013	3,40	0,23	3,55

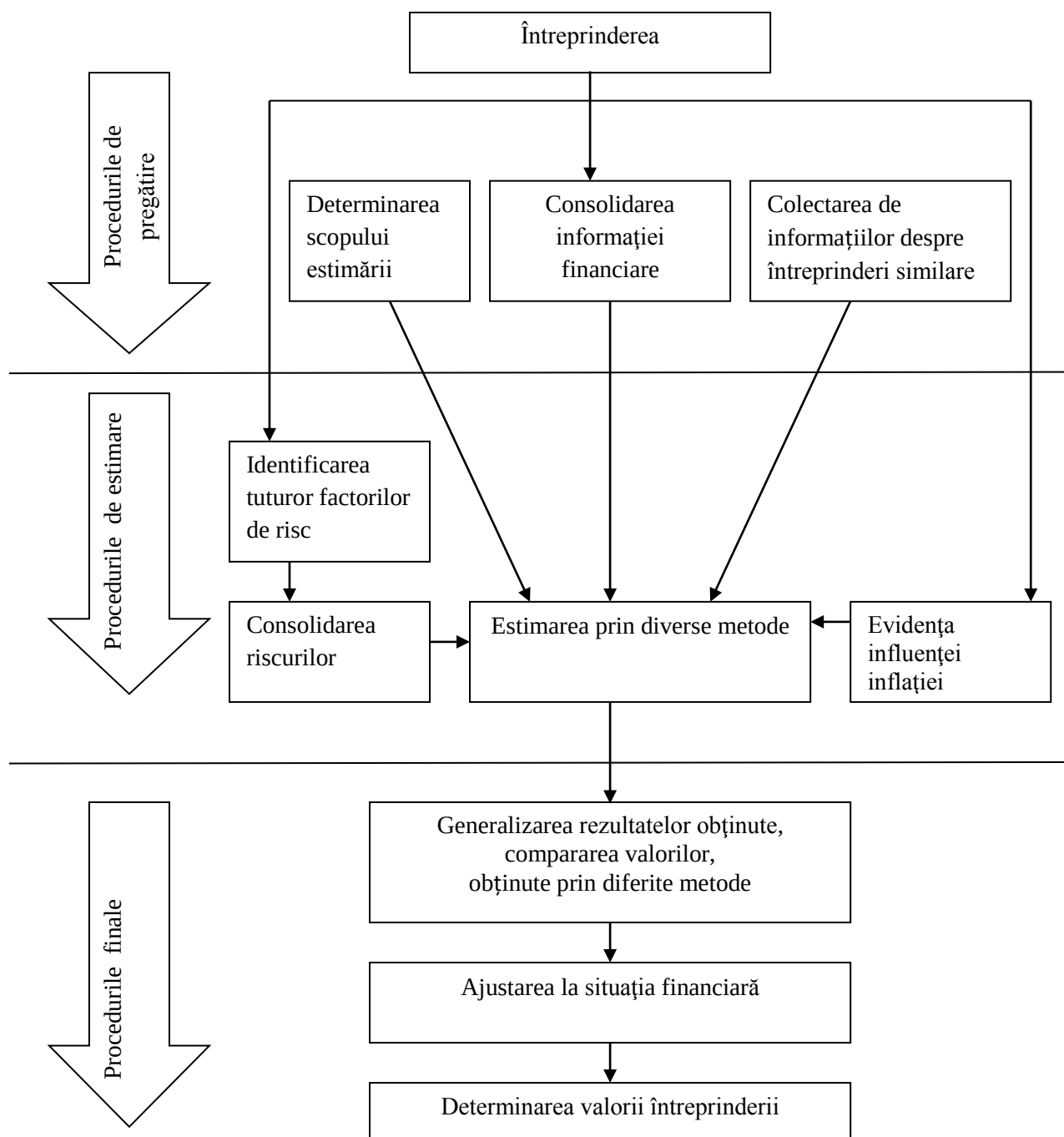
Sursa: calculat de autor în baza bilanțului.

Indicatorii rotației capitalului, activelor curente, datoriilor comerciale pe termen scurt și creanțelor comerciale pe termen scurt la "Vinia Traian" SA, "Combinatul de vinuri din Taraclia" SA și "Tomai-Vinex" SA pentru anii 2006-2013

Indicatorii	Anii	"Vinia Traian"	"Combinatul de vinuri din Taraclia"	"Tomai-Vinex"
Coeficientul rotației capitalului	2006	0,31	0,25	0,69
	2007	0,44	0,15	0,53
	2008	0,50	0,14	0,55
	2009	0,33	0,05	0,45
	2010	0,37	0,17	0,34
	2011	0,24	0,23	0,37
	2012	0,41	0,13	0,48
	2013	0,43	0,12	0,49
Coeficientul rotației activelor curente	2006	0,41	0,54	0,96
	2007	0,62	0,30	0,75
	2008	0,69	0,25	0,76
	2009	0,49	0,08	0,63
	2010	0,54	0,28	0,48
	2011	0,34	0,38	0,53
	2012	0,57	0,21	0,62
	2013	0,58	0,19	0,68
Coeficientul rotației creanțelor comerciale pe termen scurt	2006	1,17	1,32	2,15
	2007	1,55	0,81	1,73
	2008	1,80	0,76	1,98
	2009	1,22	0,28	2,03
	2010	1,17	0,77	1,31
	2011	0,88	0,94	1,88
	2012	1,69	0,58	2,18
	2013	1,35	0,68	2,63
Coeficientul rotației datoriei comerciale pe termen scurt	2006	1,06	0,84	1,07
	2007	1,68	0,71	2,09
	2008	1,85	0,58	1,74
	2009	1,11	0,18	1,85
	2010	2,02	0,62	1,71
	2011	1,29	1,02	2,82
	2012	2,70	0,59	1,60
	2013	2,25	0,52	1,48

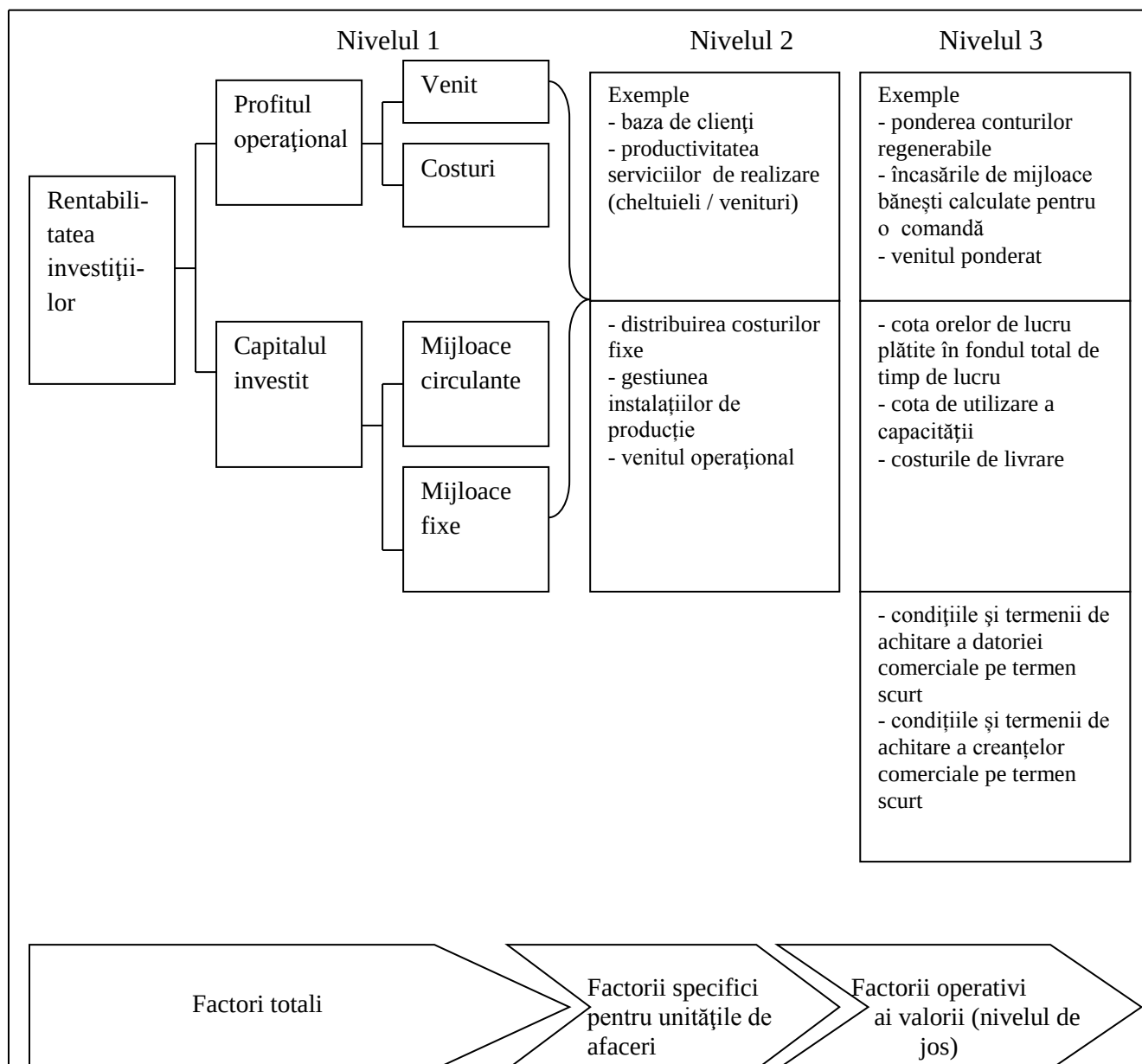
Sursa: calculat de autor în baza raportului rezultatelor financiare și a bilanțului.

Schema modelului de estimare a valorii întreprinderii



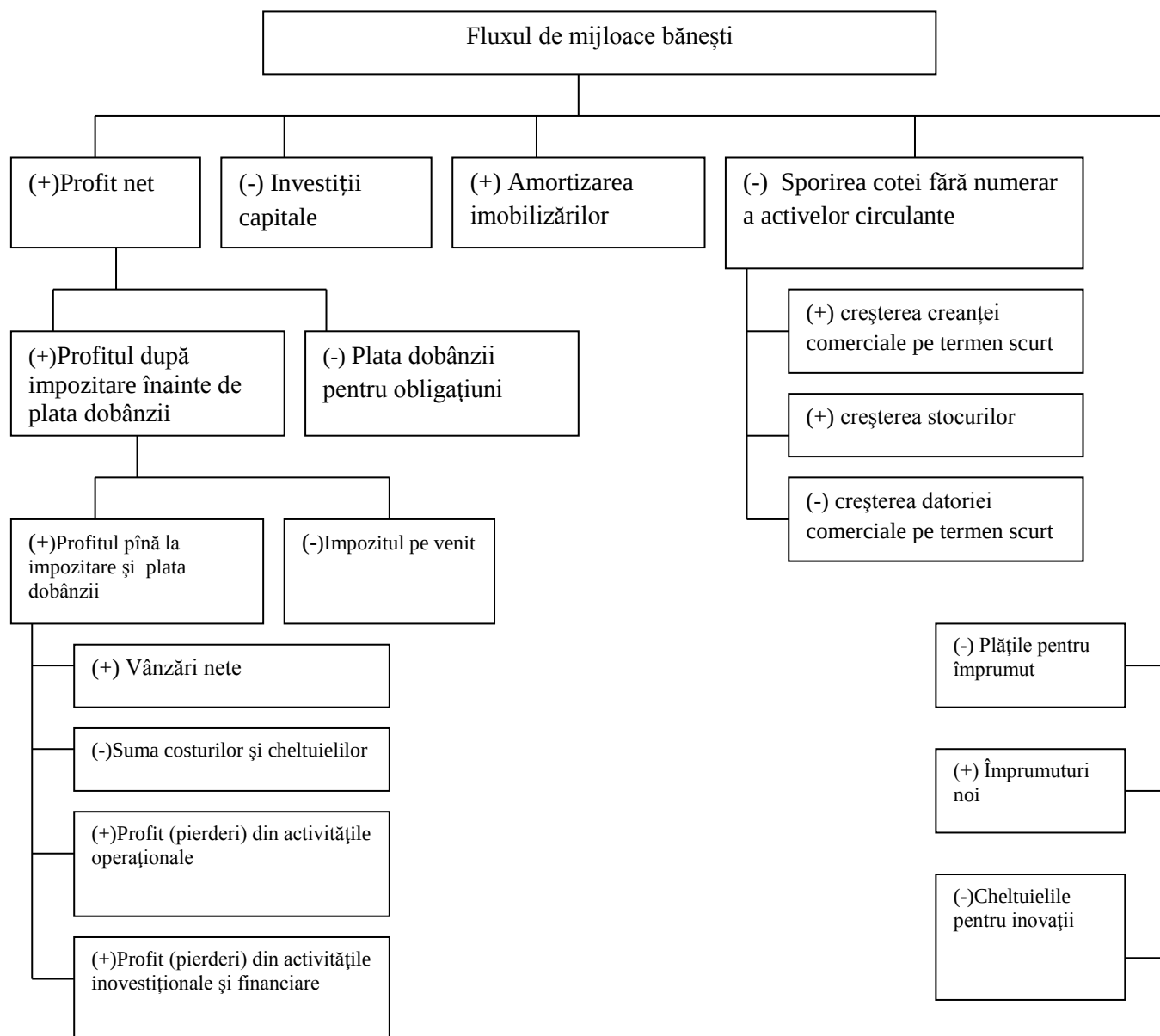
Sursa: adaptat de autor în baza sursei [33].

**Identificarea factorilor ce influențează mărimea valorii întreprinderii
pe diferite nivele**



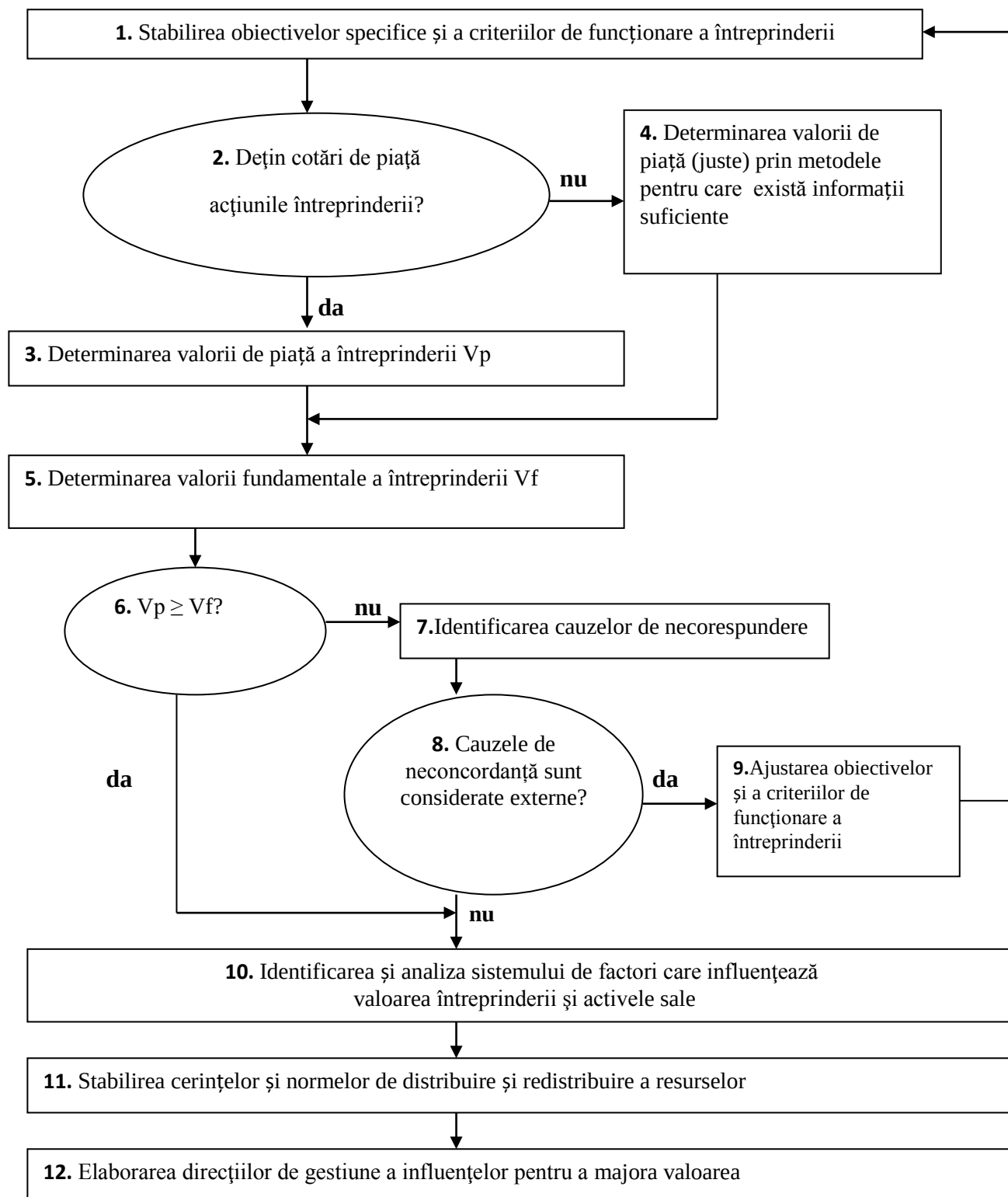
Sursa: [31]

**Factorii aferenți valorii care determină indicatorul disponibilului de mijloace bănești
(numerar)**



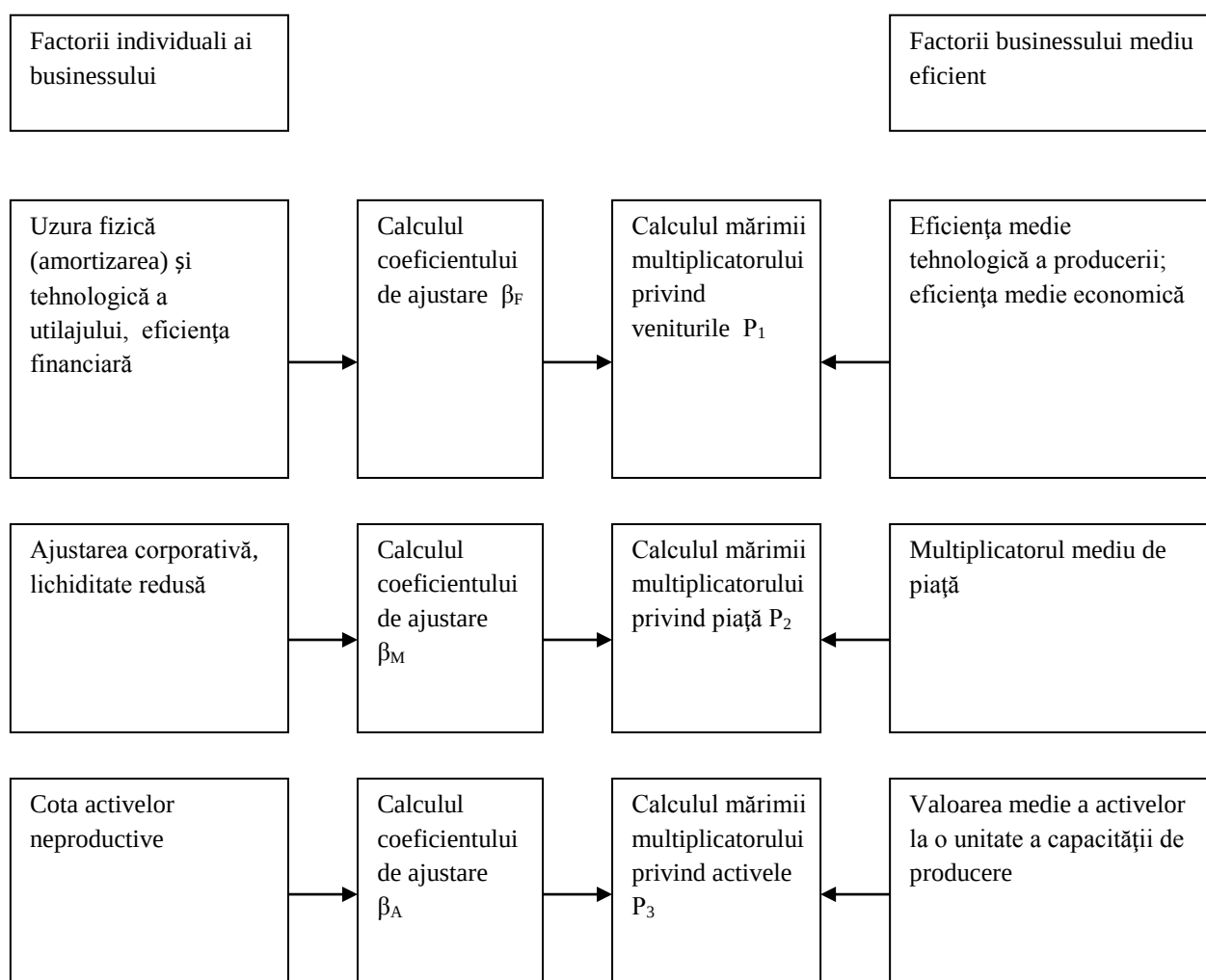
Sursa: elaborat de autor.

**Algoritmul de gestiune a societăților pe acțiuni din punct de vedere al metodei
abordării valorii**



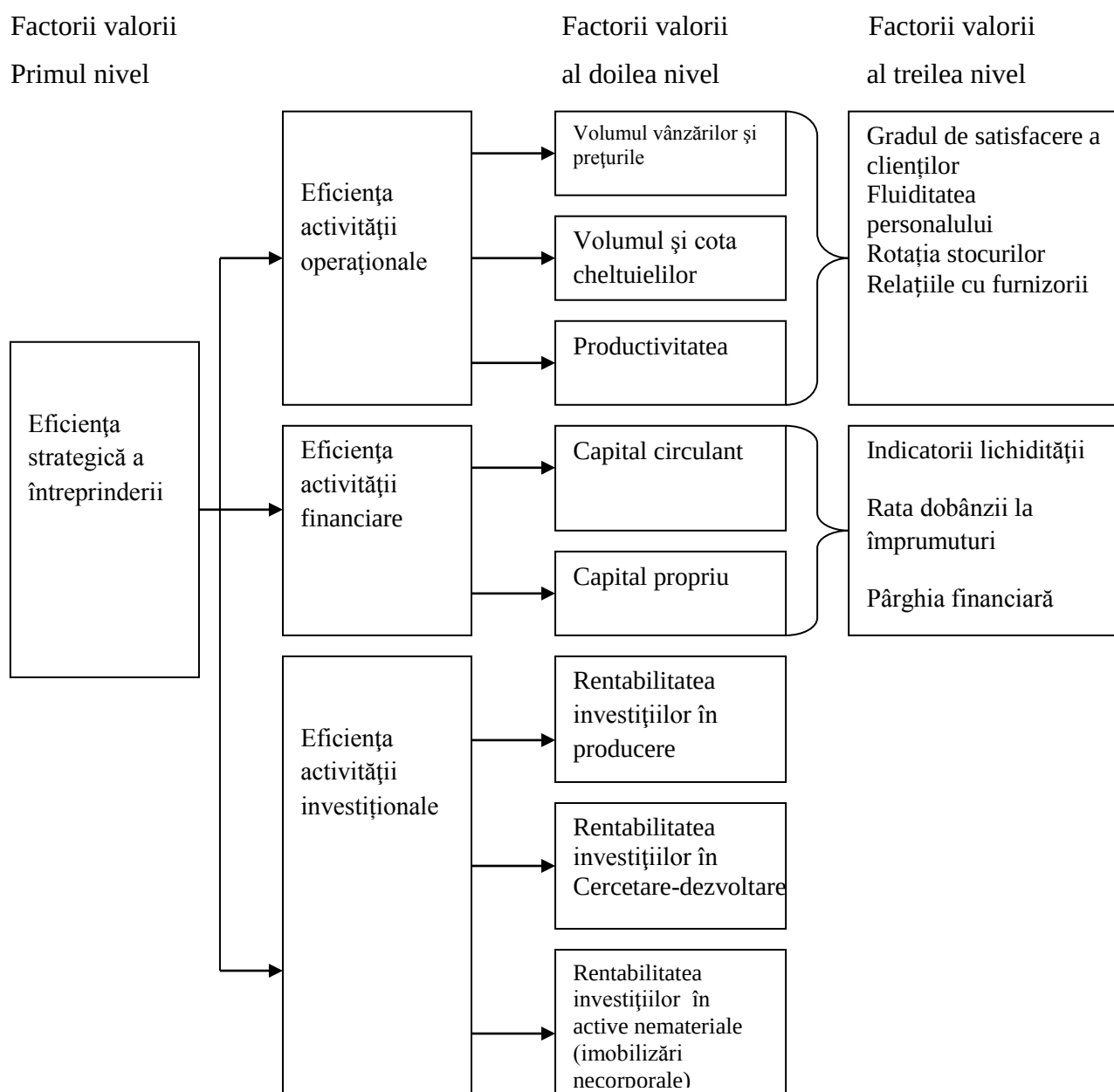
Sursa: elaborat de autor

Algoritmul de elaborare a formulei valorii afacerii medii eficiente



Sursa: adaptat de autor în baza sursei [80]

Descompunerea factorilor valorii pentru diferite structuri ierarhice ale întreprinderii



Sursa: adaptat de autor în baza sursei [78]



MD-2033, Chișinău, Piața Marii Adunări Naționale, 1
tel. +373-22-25-01-07, fax +373-22-23-40-64
E-mail: mineconcom@mec.gov.md
Pagina web: www.mec.gov.md

МД-2033, Кишинэу, Площа Марий Адунэрь Национале, 1
тел. +373-22-25-01-07, факс +373-22-23-40-64
E-mail: mineconcom@mec.gov.md
Веб страница: www.mec.gov.md

23-04-2013 nr. 01-2419
La nr. _____ din _____ 20__

CERTIFICAT

de implementare a rezultatelor investigațiilor științifice în cadrul tezei
de doctor la specialitatea 08.00.10 – „Finanțe; Monedă; Credit”
cu tema „Teoria și practica gestiunii valorii în cadrul întreprinderii”
elaborată de Savciuc Vladimir

Ca urmare a examinării tezei de doctor la specialitatea 08.00.10 – „Finanțe; Monedă; Credit” cu tema „Teoria și practica gestiunii valorii în cadrul întreprinderii”, autor Savciuc Vladimir, considerăm că lucrarea nominalizată constituie rezultatul unei cercetări științifice complexe cu un caracter sporit de originalitate și inovație.

Relevanța cercetării este condiționată de necesitatea abordării științifice a gestiunii valorii în cadrul agenților economici. Valoarea practică a tezei rezultă din concluziile pe care le conține, implementarea cărora urmează să sporească eficiența domeniului vizat.

Contribuția esențială a tezei date constă în:

- analiza metodelor existente de evaluare a activităților de antreprenoriat în vederea stabilirii și evidențierii problemelor și factorilor care împiedică aplicarea eficientă a acestora în Republica Moldova;
- evidențierea problemelor specifice de gestionare a valorii întreprinderii în condiții de criză;
- elaborarea modelului de creștere a eficienței gestiunii întreprinderii în vederea aplicării la întreprinderile din țară - fapt ce ar permite îmbunătățirea situației financiare a acestora.

Considerăm că rezultatele obținute în cadrul acestei cercetări își va găsi utilizatorii finali atât în rândul agenților economici, cât și în rândul organelor de resort preocupate de gestiunea valorii în cadrul întreprinderii. De asemenea, apreciem cu o valoare aplicativă înaltă propunerile și recomandările formulate de autor.

Reieșind din cele expuse, apreciem pozitiv teza de doctor la specialitatea 08.00.10 – „Finanțe; Monedă; Credit” cu tema „Teoria și practica gestiunii valorii în cadrul întreprinderii” și considerăm rezultatele cercetării de o importanță științifică și practică semnificativă.

În contextul dat, susținem conferirea titlului de doctor în economie autorului Savciuc Vladimir la specialitatea 08.00.10 – „Finanțe; Monedă; Credit”.

Ministru

Valeriu LAZĂR

REPUBLICA MOLDOVA
Ministerul agriculturii
și industriei alimentare
SOCIETATEA PE ACTIUNI
"Combinatul de vinuri din Taraclia"
Codul postal: 7400
or. Taraclia, str. Vozzalinaia, 74
tel.(373 294) 2 54 80, 2 52 53
fax: 2-54-02
Email: , tvk74@mail.ru
Acc. (225112901111) l. MD (2251429041111) dol. USA
In ACB Moldova AIB Taraclia
MFO: 28101774 SFIFT: AGRNMD2X



РЕСПУБЛИКА МОЛДОВА
Министерство сельского
хозяйства и продовольствия
АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
"Тараклийский винкомбинат"
Индекс: 7400 г. Тараклия
ул. Вокзальная, 74
тел.(373 294) 2-54-80, 2-52-53
факс: 2-54-02
Email: tvk74@mail.ru
Р р/с (225112901111) л. МД (2251429041111) дол. США
в АКБ Молдова АИБ Тараклия
MFO: 28101774 SFIFT: AGRNMD2X

Certificat de implementare

Prin prezenta confirmăm că rezultatele cercetării științifice din cadrul tezei de doctorat „Teoria și practica gestiunii valorii în cadrul întreprinderii”, elaborată de Savciuc Vladimir, au fost examinate de către întreprinderea ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA.

Ca urmare a acestei examinări apreciem pozitiv teza de doctor în economie, conșiderând rezultatele cercetării oportune și de o importanță științifică și practică vădită.

Cele mai relevante rezultate ale cercetării pentru întreprinderea ”Combinatul de vinuri din Taraclia” SA vizează:

- ✓ 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;
- ✓ recomandarea unui model de gestiune a valorii întreprinderii prin intermediul dinamicii de referință a indicatorilor activității economico-financiare.

La fel considerăm că teza de doctorat este adecvată situației economice existente în sectorul întreprinderilor vinicole din Republica Moldova, iar recomandările expuse aferente mecanismului de majorare a eficienței gestiunii valorii întreprinderii sunt extrem de utile în dezvoltarea sectorului dat.

Director general



G. Frangu

DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII

Subsemnatul, declar pe răspundere personală că materialele prezentate în teza de doctorat sunt rezultatul propriilor cercetări și realizări științifice. Conștientizez că, în caz contrar, urmează să suport consecințele în conformitate cu legislația în vigoare.

Savciuc Vladimir

CURRICULUM VITAE

1. Numele și prenumele: Savciuc Vladimir
2. Data și locul nașterii: 30.10.1977, Ucraina, Kodima, Odesa, Slobodka
3. Cetățenia: Republica Moldova
4. Starea civilă: celibatar



5. Studii

<i>Studii universitare:</i>	1995–2000 – Academia de Studii Economice din Moldova, Facultatea „Contabilitate”, specialitatea „Contabilitate și audit”.
<i>Studii postuniversitare:</i>	
1. <i>Doctorat</i>	2004–2008 – Facultatea „Finanțe”, specialitatea Finanțe, monedă, credit, USM.
1. Activitatea profesională	septembrie 2004–2010 – lector universitar, catedra „Finanțe și bănci”, ”Contabilitate și informatică economică”, USM
2. Participări la stagieri și foruri științifice naționale și internaționale:	
- Conferința științifico-practică ”Probleme actuale ale dezvoltării social-economice a Republicii Moldova”. – Chișinău: CEP USM, 18-19 noiembrie 2005; - Conferința științifică internațională ”Dezvoltarea economică în contextul aspirației de integrare europeană. Perspective și realizări”. – Chișinău: CEP USM, 23 -24 octombrie 2009; - Conferința științifică internațională ”Politici financiare de relansare a creșterii economice în condițiile crizei economice mondiale”. – 29 -30 aprilie 2010; - Conferința științifică internațională ”Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii”. – 24 -25 septembrie 2010.	
3. Principalele domenii de activitate științifică: Finanțe, gestiunea valorii întreprinderii, evaluarea valorii întreprinderii, management financiar. Participări la stagieri și foruri științifice naționale și internaționale, publicații în reviste de specialitate din Republica Moldova.	

4. Limbi posedate:

<i>Limba</i>	<i>Citit</i>	<i>Scris</i>	<i>Vorbit</i>
<i>Româna</i>	v	v	v
<i>Engleza</i>	v	v	v
<i>Rusa</i>	v	v	v

5. Date de contact: Adresa mun. Chișinău. Bd. Dacia 49/3, ap. 34,
tel. (022) 77-35-20 mob. 069235811 e-mail: chukea7@rambler.ru