

DIMENSIUNI FINANCIARE ALE VALORII ÎNTREPRINDERII: EVOLUȚIE, ACTUALITATE ȘI PRACTICA REPUBLICII MOLDOVA

Drd., Iurie BEȘLIU

*Institutul Național de Cercetări Economice, str. Ion Creangă, 45,
Chișinău, Republica Moldova, MD-2064, + 373 22 50-11-00, www.ince.md*

Abstract

The fundamental purpose of business activity is to maximize enterprise value. In conditions of widening the market is constantly seeking the most rational and effective methods of organizing financial activity in order to maximize enterprise value. In the scientific research it has been established that the value of a company is determined to a large extent by changes in domestic financial environment. The article studies existing value management concepts and models, where the financial factor has a significant impact.

The practice of the Republic of Moldova in the value management of the domestic enterprises and the solutions for the recovery of the domestic enterprises is approached.

Key words: *enterprise value, value-based management, cash-flow, investments, cost of capital.*

JEL CLASSIFICATION: *G32*

1. Introducere.

În ultimii ani, interesul pentru problema evaluării întreprinderii și gestiunii valorii sale este în continuă creștere. Dezvoltarea pieții în toată diversitatea sa, a contribuit la faptul că întrebarea cât costă o întreprindere sau o parte a acesteia, a trecut într-un aspect pur practic. Evaluarea afacerii este necesară nu numai pentru a efectua tranzacții de vânzare-cumpărare sau estimare a valorii în scopul gajării, dar și pentru a determina eficiența deciziilor manageriale, principalul criteriu de selecție fiind creșterea valorii întreprinderii. În procesul evaluării întreprinderii se identifică posibile abordări privind gestiunea întreprinderii și se determină care dintre ele vor asigura eficiența maximă întreprinderii, și în consecință o valoare maximă, ceea ce constituie scopul principal al acționarilor și managerilor întreprinderii într-o economie de piață.

2. Aspecte financiare ale conceptului de valoare.

Noțiunea de valoare ca categorie economică a fost permanent în centrul atenției științei economice și e legate de numele celebrilor economiști ca W. Petti, A. Smith, D. Riccardo, T. Malthus, A. Marshall, K. Marx și alți cercetători, care au pus bazele teoriei valorii și au încercat să determine rădăcinile gnoseologice acestei noțiuni complexe și contradictorii. În general constatăm că pe parcursul secolelor XVII-XIX s-au conturat și au dominat câteva aspecte privind definirea valorii: teoria valorii-muncă, teoria marginalismului, teoria utilității. Aceste teorii se deosebesc esențial prin metodologia de cercetare.

Primele analize ale valorii bunurilor schimbate între agenți, erau făcute, în esență, din perspectiva costurilor de producție, iar ceva mai târziu – din perspectiva utilității și rarității bunurilor.

Conform Noului Dicționar Universal al Limbii Române, valoarea reprezintă „caracterul evaluabil al unui obiect susceptibil de fi schimbat sau vândut” [7]. Constatăm faptul că teoria economică s-a structurat recunoscând importanța problemei valorii. După cum a scris Joseph Schumpeter, „principiul explicativ central al oricărui sistem de teorie economică este întotdeauna o teorie a valorii” [8].

Studiind aspectul financiar al noțiunii de „valoare” menționăm definiția profesorului român Ion Ioniță în lucrarea sa „Evaluarea sistemelor tehnico-economice” [4] care menționează că „valoarea reflectă imaginea de piață a beneficiilor, ce aparțin celui care stăpânește bunurile sau primește serviciile la momentul evaluării”.

Cercetătorii ruși Alla Greaznova și Marina Fedotova în lucrarea sa „Оценка Бизнеса” [12] subliniază caracterul financiar al valorii prin definirea evaluării, care este „un proces bine pus la punct de determinare a valorii unui bun în mărime monetară ținând cont de venitul real și potențial pe care îl aduce bunul dat în condiții de piață într-o anumită perioadă de timp”. În calitate de subiecți ai evaluării participă evaluatorii profesioniști, iar în calitate de obiect al evaluării poate fi o companie, întreprindere, afacere, bunuri materiale sau nemateriale, etc.

O caracteristică definitorie a conceptului de valoare este oferită de factorii pieței: factorul timp, factorul risc, venitul, mărimea investiției, conjunctura pieței, concurența, particularitățile economice ale bunului evaluat, mediul micro- și macroeconomic. După părerea autorilor englezi Frank Evans și David Bishop în lucrarea „Valuation for m&a. Building Value in Private Companies” [2], cei mai importanți factori care determină valoarea în esență, sunt cei financiari, și anume:

- **venitul**, care reprezintă fluxurile monetare nete așteptate de pe urma investiției;

- **mărimea investiției**, care reprezintă valoarea prezentă a fluxurilor monetare nete așteptate, incluzând mărimea riscului;

- **riscul**, măsoară incertitudinea obținerii fluxurilor monetare nete așteptate. Fără a lua în calcul riscul, fiecare unitate monetară de venit viitor ar fi la fel de atractiv. Astfel, riscul reprezintă o variabilă obligatorie utilizată pentru a stabili în mod adecvat valoarea de piață și valoarea investițională a fluxurilor monetare viitoare.

3. Evoluția și definirea conceptului de valoare a întreprinderii.

În contextul cercetării noastre, un concept economic pe care tindem să-l clarificăm este valoarea întreprinderii. Savanții americani, laureați ai Premiului Nobel, Franco Modigliani și Merton Miller în articolul său renumit „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” [6], apărut în 1958, au demonstrat că valoarea întreprinderii este determinată exclusiv de veniturile sale viitoare, și respectiv nu depinde de raportul dintre capitalul acționar și cel împrumutat.

Un aport considerabil în dezvoltarea conceptului de valoare a întreprinderii aparține savanților M. Gordon și A. Shapiro prin elaborarea modelului de estimare a valorii capitalului acționar și care ulterior au pus temelia dezvoltării metodelor actuale de evaluare a întreprinderii, adaptate la condițiile specifice ale economiei contemporane.

O direcție de perspectivă în domeniul teoriei evaluării întreprinderii a fost elaborată de profesorul american James Ohlson în anii 90 ai sec. XX. Esența ei constă în faptul că valoarea întreprinderii este determinată de activele curente și supraprofiturile obținute de întreprindere.

Un punct de vedere similar îl deține savantul rus Valeriy Rutgayzer, care definește valoarea întreprinderii „echivalentă valorii curente a beneficiilor viitoare de la funcționarea întreprinderii” [10].

În același timp, profesorul Universității din Boston Zvi Bodie și laureatul Premiului Nobel Robert Merton [11], menționează că valoarea întreprinderii nu corespunde valorii actualizate a profiturilor viitoare, dar poate fi mai mare sau mai mică decât valoarea de piață existentă. Incoincidența este dictată de faptul că volumul investițiilor nete poate avea o mărime atât pozitivă, cât și negativă. Autorii demonstrează că valoarea întreprinderii trebuie să fie egală cu diferența dintre valorile actualizate ale profitului viitor și profitului reinvestit.

Profesorul român Ion Ioniță stabilește că „evaluarea organizației nu presupune așa dar numai stabilirea valorii unor proprietăți sau bunuri din patrimoniul acesteia, ci și determinarea capacității sale de a genera fluxuri de numerar de care va beneficia proprietarul organizației, întrucât acesta este un bun care, la rândul lui generează bunuri” [4]. Acest concept este definit similar în Standardele Internaționale și cele Europene [3, 9].

Definiția oferită de Comitetul Internațional pentru Standardele de Evaluare (IVSC) este următoarea: „valoarea afacerii este valoarea globală a unei întreprinderi care va continua să funcționeze și în care repartizarea acestei valori globale a afacerii, pe părțile ei componente, se face

în funcție de contribuția lor în afacerea totală și nu în funcție de valoarea de piață însumată a componentelor ei” [3].

Definiția TEGoVA dată în Ghidul Albastru spune că „valoarea unei întreprinderi este valoarea generată de activitatea ei comercială și care include contribuția terenului, clădirilor, mașinilor, echipamentelor, goodwill-ul și altor intangibile” [9].

Din definițiile prezentate putem evidenția caracterul financiar al valorii întreprinderii. Prin urmare, trebuie de menționat că valoarea întreprinderii este determinată nu numai de valoarea activelor, de care dispune întreprinderea, ci și de posibilitățile de utilizare eficientă a activelor date, cu scopul de a genera fluxuri monetare stabile și crescătoare. În procesul evaluării trebuie să fie luați în considerare factorii financiari care constituie un potențial intern al întreprinderii și care au un impact considerabil în vederea gestiunii valorii.

În teza sa de doctor habilitat cu tema „Teoria și practica de evaluare a unităților economice în baza cerințelor actuale bancare” [1], cercetătorul autohton Natalia Băncilă menționează că valoarea întreprinderii trebuie să permită remunerarea satisfăcătoare a tuturor celor implicați în procesul de evaluare, în operațiunile și activitățile întreprinderii, fiind o componentă foarte importantă a vieții economice.

Luând în considerare faptul că întreprinderea este considerată marfă, care poate fi obiect al vânzării-cumpărării, în continuare, în vederea extinderii esenței conceptului de valoare a întreprinderii, vom prezenta caracteristicile care definesc întreprinderea ca marfă:

- *în primul rând*, întreprinderea este o marfă cu caracter investițional, adică în ea se investesc banii cu condiția obținerii unui randament în viitor. Dacă viitoarele venituri actualizate în momentul prezent sunt mai mici decât cheltuielile cu achiziția întreprinderii, atunci această marfă își pierde atractivitatea investițională;
- *în al doilea rând*, întreprinderea este un sistem, dar se poate vinde atât ca sistem în întregime, cât și aparte ca subsisteme și chiar elemente. În acest caz se distruge legătura lui cu capitalul propriu concret, forma organizatorico-juridică concretă, elementele business-ului devin baza formării unui sistem calitativ nou;
- *în al treilea rând*, necesitatea în acest tip de marfă depinde de procesele, care au loc atât în interiorul acestei mărfi, cât și în mediul înconjurător. Pe de o parte, instabilitatea în societate cauzează instabilitatea întreprinderii, iar pe de altă parte, instabilitatea întreprinderii favorizează creșterea instabilității în societate. De aici reiese încă o particularitate a întreprinderii ca marfă – necesitatea în reglementarea vânzării-cumpărării;
- *în al patrulea rând*, luând în considerare importanța stabilității întreprinderii pentru asigurarea stabilității în societate, e necesară participarea statului, nu numai la reglementarea mecanismului de vânzare-cumpărare a întreprinderii, ci și în formarea prețurilor la întreprinderi, adică în evaluarea lor.

După părerea noastră, un rol important în managementul eficient al întreprinderii de pe pozițiile valorii îi revine definirii conceptului de valoare de piață a întreprinderii care, în viziunea autorului, reprezintă cel mai probabil preț la care ea poate fi înstrăinată pe o piață deschisă în condițiile concurenței, iar în cazul funcționării întreprinderii, acest indicator, într-un mod generalizat, caracterizează eficiența gestiunii întreprinderii. Adică, se presupune că investitorii acționează competent, dispunând de informația necesară, iar asupra valorii întreprinderii nu sunt reflectate careva situații de forță majoră.

Definiția propusă de noi, considerăm că extinde și concretizează esența realizării valorii și favorizează construirea unui sistem eficient de gestiune a proceselor de formare a valorii. După părerea noastră, dacă obiectul evaluării este o întreprindere ce funcționează, atunci valoarea ei trebuie determinată nu numai pentru stabilirea valorii de înstrăinare, dar și pentru a gestiona procesele creșterii viitoare pentru o funcționare stabilă și eficientă.

3. Evoluția criteriilor eficienței activității întreprinderii

Construirea unui sistem contemporan de gestiune a întreprinderii este imposibil fără a răspunde la întrebarea care este scopul fundamental al activității întreprinderii. Răspunzând la această întrebare putem evidenția în calitate de scop de bază al activității – maximizarea valorii întreprinderii atât pentru acționari (adică a capitalului propriu), ce înseamnă maximizarea valorii actualizate a fluxurilor viitoare pentru acționari, cât și pentru furnizorii de capital în general (adică a capitalului propriu și împrumutat).

În legătură cu căutarea răspunsului la întrebarea privind criteriile eficienței întreprinderii a demarat evoluția concepțiilor de gestiune financiară a întreprinderii și a scopului activității întreprinderii.

Să examinăm indicatorii de bază ai eficienței activității întreprinderilor ce au dominat în secolul XX.

Tabelul 1. Evoluția indicatorilor eficienței întreprinderilor în secolul XX

Anii 1920	Rentabilitatea capitalului propriu (modelul Du Pont).
Anii 1970	Profitul net pentru o acțiune (EPS), coeficientul raportului prețului unei acțiuni la profitul net (P/E).
Anii 1980	Fluxul bănesc (Cash Flow), indicatorii valorii.
Anii 1990 - prezent	Indicatorii valorii adăugate – EVA, MVA, SVA, fluxul mijloacelor bănești la capitalul investit.

Sursa: adaptat de autor în baza surselor bibliografice.

În anii 20 ai secolului trecut indicatorul cheie al gestiunii întreprinderilor era rentabilitatea capitalului. Compania Du Pont a elaborat un model ce lega rentabilitatea capitalului propriu cu coeficienții rentabilității vânzării, duratei de rotație a activelor și pârghia financiară. Cu toate acestea, întreprinderea gestionând unii din acești coeficienți poate acționa asupra rentabilității capitalului său propriu.

În anii 1970 în legătură cu dezvoltarea activă a pieței de capital, apariția unui număr impunător de companii publice și stabilirea clasei investitorilor de portofoliu, în rândul criteriilor de bază a eficienței activității întreprinderilor predomină indicatorii: profitul net pentru o acțiune (*earnings per share – eps*), multiplicatorul raportului între prețul acțiunilor companiei și profitul ei (*price to earning – p/e ratio*).

În anii 1980 are loc o complicare a sistemelor de impozitare, apariția plăților sociale și noilor instrumente financiare, ceea ce a dus la complexitatea sistemelor de evidență contabilă. Indicatorii tradiționali calculați în baza rapoartelor financiare – profitul și indicatorii rentabilității – deja nu satisfac cerințele persoanelor care iau decizii de gestiune. Datorită multitudinii de metode de evidență a cheltuielilor, posibilitatea reflectării operațiunilor la conturile extra-bilanțiere și alte corectări subiective ale rapoartelor contabile, încrederea în profit ca un indicator de gestiune cheie treptat scade.

Locul profitului în analiza eficienței activității companiilor îl iau indicatorii fluxurilor mijloacelor bănești generate de companie – acelor mijloace, de care compania și beneficiarii ei pot dispune real. O largă răspândire a primit tehnica de actualizare, ce permite de a compara fluxurile diferitor perioade cu ajutorul aducerii lor la o anumită perioadă de timp.

Aceasta a dus la apariția indicatorilor valorii, bazați pe actualizarea fluxurilor bănești viitoare. În baza utilizării indicatorilor valorii la luarea deciziilor de gestiune a apărut un nou aspect al gestiunii, care a primit denumirea de management bazat pe valoare (Value Based Management – VBM). Scopul principal al acestui sistem este maximizarea valorii întreprinderii (prin prisma unui indicator concret al valorii), care este funcția fluxurilor viitoare ale întreprinderii.

$$Value = f(CF, K) \rightarrow \max, \quad (1)$$

unde Value – valoarea; CF – fluxul mijloacelor bănești; K – rata de actualizare.

Implementarea sistemului de gestiune a valorii a favorizat progresul întreprinderilor și a primit acceptul investitorilor.

Avantajele indicatorilor valorii în calitate de criterii de gestiune, care sunt valabile și actualmente, se exprimă în următoarele:

– stabilirea valorii necesită informație completă. Ea se bazează pe date mult mai obiective, decât o analiză simplă a coeficienților rapoartelor contabile. Indicatorii rapoartelor contabile în pofida complexității și multitudinii metodologiilor evidenței contabile sunt deseori supuși unor abateri, ceea ce complică compararea datelor și luarea deciziilor economice argumentate. Controlul auditului independent nu hotărăște toate problemele, deoarece rapoartele financiare pot fi veridice, să corespundă cerințelor standardelor contabile, dar să nu reflecte situația financiară reală a întreprinderii;

– valoarea ia în considerare perspectivele activității pe termen lung a întreprinderii, deoarece la baza stabilirii valorii stă previzionarea fluxurilor mijloacelor bănești, care în viitor vor fi generate de activele companiei. Accentuarea indicatorilor de durată scurtă (profitul la o acțiune, rentabilitatea capitalului propriu) poate duce la practica „stoarcerii sucurilor” din întreprindere și insolvabilitatea ei în viitor;

– valoarea permite de a lua în considerare riscul business-ului, inclusiv riscurile operaționale și financiare ale întreprinderii;

– valoarea este un indicator integral, la formarea căruia iau parte toate componentele activității economice ale întreprinderii. La baza dependenței între diferite aspecte ale activității economice stau legăturile economice reale. Prin aceasta valoarea se deosebește de evaluările de rating, care utilizează interdependențe artificiale între diferiți indicatori ai activității economice ale întreprinderii;

– valoarea este cel mai complet și exhaustiv indicator pentru proprietarii întreprinderilor.

În anii 90 ai secolului XX concepția valorii ca indicator cheie de gestiune, și-a primit dezvoltarea în calculul indicatorilor venitului rezidual – indicatorii schimbării valorii pentru o perioadă de timp.

Apariția indicatorilor venitului rezidual se referă la timpurile cercetărilor economice ale lui Alfred Marshall, care în lucrarea sa „Principiile științei economice” [5] a descris venitul rezidual, numit și profitul economic, ca profitul proprietarului după scăderea costului capitalului la rata curentă.

Apariția indicatorilor valorii în calitate de criteriu de eficiență a activității economice este rezultatul a două tendințe, ce au apărut în sistemul economic al secolului XX: revoluției manageriale și dezvoltarea pieței capitalului.

4. Practica Republicii Moldova în gestiunea valorii întreprinderii.

În Republica Moldova problema evaluării întreprinderilor ca obiect al vânzării-cumpărării a apărut odată cu începerea procesului de privatizare. Pe măsura stabilirii relațiilor de piață, situațiile în care era necesară utilizarea tehnologiilor de evaluare a întreprinderii au început să apară mai des. În primul rând, creșterea vertiginoasă a pieții imobiliare a favorizat cererea pentru evaluarea valorii ei de piață. Apoi, dezvoltarea relațiilor de creditare, asigurare, arendă, cumpărare-vânzare a imobilului, precum și utilajului, elaborarea business-planurilor proiectelor investiționale, fuziunea și divizarea întreprinderilor, licitațiile și concursurile privind vânzarea pachetelor de acțiuni ale întreprinderilor, procedura de faliment și multe alte situații, au format necesitatea în evaluarea veridică a unor sau altor obiecte ale proprietății în fiecare caz concret.

Unul din primele documente, unde s-a examinat amănunțit întrebările privind evaluarea întreprinderilor a fost „Regulamentul cu privire la stabilirea prețului minim de vânzare a acțiunilor statului pe piața secundară a hârtiilor de valoare” aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr. 480 din 04.05.1998 și înlocuit ulterior cu „Regulamentul cu privire la stabilirea prețurilor de vânzare a acțiunilor statului pe piața secundară a valorilor mobiliare” aprobat prin Hotărârea Guvernului Republicii Moldova nr. 775 din 14.06.2002. Astfel, o serie de documente normative ulterioare, la pregătirea cărora statul a participat activ, conține o multitudine de paragrafe care au avut un impact negativ asupra dezvoltării ulterioare a activității de evaluare în general, și

asupra dezvoltării evaluării întreprinderilor în particular. În primul rând, merge vorba despre Legea Republicii Moldova privind societățile pe acțiuni nr. 847-XII din 03.01.1992, în care funcțiile de evaluare ale societăților pe acțiuni și/sau a hârtiilor de valoare ale societăților pe acțiuni se atribuie consiliului directorilor și în cazuri aparte evaluatorului independent, care este echivalat cu auditorul.

Cu părere de rău, neconcordanța atât în domeniul aparatului conceptual, cât și procedural, ce se referă la întrebările legate de evaluarea întreprinderilor este trăsătura caracteristică a actelor normative autohtone. Dificultățile de bază apărute în procesul determinării valorii afacerii din punct de vedere al reglementării normative sunt:

- lipsa în actele normative de stat a terminologiei generale, determinării noțiunilor și tratării unice a soluționării problemelor legate de evaluarea întreprinderii;
- reglementarea dură a cerințelor față de procesul evaluării afacerii, pe de o parte, și lipsa elementelor esențiale ale procesului de evaluare a afacerii pe de altă parte;
- nici una din organizațiile autohtone din Republica Moldova nu dispune de standarde profesionale de evaluare a afacerii. Aceasta este deosebit de necesar în legătură cu existența specificului național, legat de faptul că obiectele supuse evaluării în țara noastră și după hotare dispun de diferențe esențiale;
- metodele utilizate la evaluarea companiilor mici, care sunt utilizate cu succes în străinătate, sunt utilizate pentru evaluarea companiilor moldovenești mijlocii și mari fără o adaptare adecvată.

Drept urmare a cauzelor enumerate este calitatea joasă a lucrărilor de evaluare a întreprinderilor autohtone. Rezolvarea problemelor enumerate, mărimea calității lucrărilor practice de evaluare a întreprinderii și dezvoltarea ulterioară a meseriei este posibilă prin realizarea următoarelor condiții:

1. coordonarea terminologiei actelor legislative și normative, legate de întrebările determinării valorii. Mai întâi de toate, este necesară înlăturarea sensurilor diferite ale noțiunii valoare (așa ca valoare justă, actuală, ș.a.), care în actele normative apar în calitate de sinonime sau în locul noțiunii de „valoare de piață”. Importantă este formarea condițiilor și premiselor petrecerii evaluării întreprinderilor în documentele normative. E necesară o determinare unilaterală a situațiilor juridice, când este aplicat unul sau alt tip de valoare, despărțirea clară a sferelor de activitate ale evaluatorilor și reprezentanților altor meserii;

2. întrebarea ce necesită reglementare normativă este asigurarea informațională a evaluării afacerii. În acest context, merge vorba nu despre crearea noilor cerințe față de participanții profesioniști la piața serviciilor de evaluare sau introducerea a careva noi forme de raportare, dar în primul rând, de o funcționare reală a sistemului de dezvoltare a informației de către societățile pe acțiuni. Rezolvarea acestei întrebări va permite nu numai de a mări calitatea evaluării, a acumula date statistice despre companiile autohtone, dar și de a mări încrederea investitorilor;

3. elaborarea standardelor naționale privind evaluarea întreprinderilor (afacerilor). De rezolvarea acestei întrebări trebuie să se ocupe nu organele de stat, care luând în considerație experiența acumulată, trebuie să introducă corectări în standardele existente și să reglementeze în general activitatea de evaluare. Cu aceasta ar trebui să se ocupe organizațiile profesionale ale evaluatorilor. Încercarea de reglementa un așa proces dificil ca evaluarea business-ului din partea structurilor statale va duce obiectiv la faptul că conținutul lucrului se va substitui cu o serie de cerințe formale, care nu pot lua în considerare toată complexitatea situațiilor și obiectelor. Standardele create trebuie să ia în considerare specificul evaluării business-ului în Republica Moldova, legat de cauzele, condițiile și obiectele evaluării. Întrebările standardizării – reglementării evaluării afacerii trebuie examinate cu luarea în considerare a experienței internaționale, cu atât mai mult că standardele de evaluare internaționale și europene în ultimii ani au inclus compartimente de evaluare a business-ului.

Desigur particularitățile mediului de afaceri moldovenesc nu pot să nu creeze anumite dificultăți pentru implementarea concepției gestiunii valorii. Lista piedicilor, după părerea noastră,

trebuie începută de la caracteristicile interne ale întreprinderilor moldovenești, care determină metodele de construcție a business-ului.

Prima grupă de probleme este legată de tradițiile analizei și gestiunii. Către acești factori pot fi atribuiți următorii: subdezvoltarea sistemelor de planificare financiară și elaborarea prognozelor datelor; interdependența slabă între planificarea financiară și de marketing; inadverența sistemelor contabilității interne de gestiune, care nu permit sau îngreunează eliminarea datelor în funcție de segmentele business-ului, diferite niveluri ale conducerii și centre de responsabilitate, diferite funcții ale business-ului, insuficiența culturii analizei business-proceselor. O problemă acută este apartenența puternică modului de gândire contabil, abordarea de către managerii profesioniști a viitorului companiei în termenii volumului vânzărilor și profitului contabil, care ține de competența nivelului operativ de gestiune, subdezvoltarea deprinderilor de gestiune strategică chiar și în formele sale tradiționale.

A doua grupă de factori după importanță își are rădăcina în mentalitatea însăși proprietarilor. Multor din ei le este caracteristică o viziune naivă și superficială asupra valorii business-ului, ca asupra unei sume mecanice a valorii activelor, sau ca capitalizarea curentă de piață a companiei de tip deschis, incapacitatea de a percepe și recunoaște importanța valorii investiționale și pentru companiile de tip închis, precum și lipsa „viziunii sau simțului valorii”, ceea ce se exprimă prin neînțelegerea combinației și interacțiunii factorilor cu impact asupra valorii.

În sfârșit trebuie să subliniem încă o grupă de dificultăți care au un caracter extern pentru întreprinderi și sunt legate de specificul pieței de capital moldovenești. Implementarea concepției gestiunii valorii necesită un alt nivel al analizei – care iese din cadrul datelor contabile, și impune utilizarea activă a datelor pieței de capital pentru depistarea profitului economic și valorii. Modelele financiare, aplicate cu acest scop pe o piață dezvoltată, în condițiile noastre se corectează într-un mod special. Însă e important de a menționa că necătând la anumite dificultăți ale unei așa analize, astăzi profitul economic se calculează în multe subdiviziuni ale companiilor industriale și financiare din străinătate (un exemplu caracteristic - Siemens), cultura gestiunii valorii este impusă de proprietarii străini în pofida subdezvoltării pieței capitalului. În sfârșit agențiile financiar-analitice și companiile investiționale din străinătate petrec analiza portofoliului acțiunilor moldovenești pentru clienții săi, calculând valoarea economică adăugată și rentabilitatea fluxurilor din investiții după companiile autohtone.

În așa mod, pregătirea către implementarea concepției gestiunii valorii în condițiile moldovenești depinde mai întâi de toate de pregătirea climatului intern al companiei, dar nu de mediul extern. Indiferent de tipul de organizare al companiei, implementarea principiilor și instrumentelor de gestiune a valorii asigură companiei avantaje serioase, și anume:

- analiză strategică detaliată și alegerea strategiei de piață a întregii structuri și a subdiviziunilor în parte;
- posibilitatea planificării atractivității investiționale proprii;
- flexibilitatea și sistematismul deciziilor investiționale;
- controlul permanent asupra rolului companiei pe piața capitalului și potențialului de piață din punct de vedere a participanților acestei piețe;
- rezistența deosebită a companiei în fața fuziunilor și achizițiilor.

Cercetarea rezultatelor implementării practice a acestor aspecte în baza materialelor din străinătate arată, că la adepții acestei concepții crește eficiența, se reduc cheltuielile, se măresc indicatorii de gestiune în comparație cu eșantionul companiilor care nu utilizează aceste aspecte. Concepția nouă creează posibilități pentru balansarea intereselor managementului și proprietarilor, împăcarea intereselor de conflict a proprietarilor majoritari și minoritari și poate fi utilizată cu succes în activitatea consiliilor de administrație.

Problema trecerii la gestiunea valorii nu trebuie examinată de către business-ul autohton sub aspectul „piața slabă a capitalului – imposibilitatea aplicării”. Lipsa stilului de gândire, accentuat asupra profitului economic și valorii investiționale a întreprinderii creează o discrepanță

suplimentară cu lumea contemporană a gestiunii și investițiilor, generează neîncrederea investitorilor. Neîncrederea este satelitul riscurilor înalte pentru investitori, ce cauzează rate critice de rentabilitate înalte, dar ele la rândul său - cheltuieli mult mai mari ale companiei pentru capitalul atras în vederea creșterii și dezvoltării. Mai mult decât atât, schimbările corespunzătoare în gândirea financiară și metodele strategice de construire a sistemului eficient de gestiune corporativă și procedurilor de lucru a consiliilor de administrație nu este posibilă. Lipsa stilului corespunzător de gândire în condițiile globalizării, reduce brusc competitivitatea întreprinderilor moldovenești și constituie o barieră serioasă ce reține creșterea economică în țară.

Însă după părerea autorului prezentei lucrări, pentru aplicabilitatea în practica autohtonă a modelelor de evaluare în baza pârghiilor financiare trebuie stabilite condițiile realizării modelului dat. Printre ele autorul menționează:

1. existența organizațiilor profesionale ale evaluatorilor independenți în care ar exista grupe de evaluare a afacerii. Primii pași în această direcție deja au fost făcuți. Au fost create și funcționează o serie de organizații profesionale, dar așa o direcție de activitate ca evaluarea business-ului se află la etapa de creare;

2. pentru lucrul evaluatorilor profesioniști e necesară o bază informațională impunătoare privind: variațiile cursurilor valutare, modificarea nivelului prețurilor, starea financiară a întreprinderilor falimentare, prețurile de vânzare ale întreprinderilor și parametrii lor de bază, atât la noi în țară, cât și peste hotare ș.a.;

3. necesitatea în cadre calificate care ar putea efectua analiza financiară a întreprinderilor, evalua proiectele investiționale, strategia și tactica financiară a întreprinderilor și în această bază să determine prețul de piață al întreprinderii;

4. e necesară existența unei pătri de proprietari de întreprinderi care ar fi cointeresați în determinarea prețului real al întreprinderii deținute;

5. realizarea modelului e imposibilă fără o intervenție nemijlocită a statului în procesul evaluării capitalului întreprinderilor. Sunt necesare acte normative privind evaluarea întreprinderii în baza experienței țărilor înalt dezvoltate cu adaptarea lor la specificul economiei Moldovei, e necesară licențierea de către stat a persoanelor care vor fi încadrate în sfera evaluării întreprinderilor.

CONCLUZII

Valoarea este cea mai bună măsură a rezultatelor activității întreprinderii. Trecerea la stilul de gândire orientat spre crearea valorii, prezintă o chemare serioasă mediului de business moldovenesc. Companiile moldovenești care vor primi această chemare printre primele și vor începe să dezvolte metodele corespunzătoare, vor primi avantaje concurențiale deosebite.

BIBLIOGRAFIE

1. Băncilă, Natalia. Teoria și practica de evaluare a unităților economice în baza cerințelor actuale bancare. Teza pentru conferirea gradului științific de doctor habilitat în științe economice, Chișinău, 2007.
2. Evans, Frank. Bishop, David. Valuation for M&A. Building Value in Private companies. New York: John Wiley & Sons, 2001.
3. International Evaluation Standards Committee (IVSC), <http://www.ivsc.org>
4. Ioniță, Ion. Evaluarea sistemelor tehnico-economice. - Editura Economică, București, 2007.
5. Marshall A. Principiile științei economice. Traducere din engleză – M.: 1993.
6. Modigliani, Franco. Miller, Merton H. Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp. 261-297, Published by: American Economic Association.
7. Noul Dicționar Universal al Limbii Române (Noul DEX), Ediția a III-a, Ed. *Litera*, 2008.
8. Schumpeter, [Joseph A. Capitalism, Socialism, and Democracy: Third Edition, NY, 2008.](#)
9. The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA), <http://www.tegova.org>
10. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса, Издательство Маросейка, 2007.
11. Зви Боди, Роберт Мертон, Финансы. Издательство Вильямс, 2007.
12. Грязнова А. Г., Федотова М.А. Оценка Бизнеса. - Москва, Финансы и статистика. 2001.