

ANALIZA EVOLUȚIEI PIETEI BURSIERE PRIN INTERMEDIUL METODEI COMPARATIVE DE EVALUARE A ÎNȚREPRINDERILOR

*Prof. univ. dr. Neculai Tabără,
Drd. Andreea Vasiliu, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza”, Iași*

În prezentul context economic există numeroase metode folosite pentru a evalua capitalul și întreprinderile. Cu toate acestea, multe dintre ele eșuează în încercarea de-a oferi o valoare reală întreprinderii. Cea mai folosită metodă de evaluare este cea a actualizării fluxurilor de numerar. Datorită deficiențelor sale, investitorii folosesc din ce în ce mai mult metoda comparativă pentru a evalua companii. Esența acestei metode depinde, în special, de două componente: multiplul luat în ecuație și modul de alegere a firmelor comparabile. În funcție de multiplul folosit, putem determina valoarea capitalului pentru acționari sau valoarea întreprinderii în ansamblul ei. Lucrarea de față se dorește a fi o incursiune teoretică în metoda de evaluare a întreprinderii folosind multiplii. În plus, prin folosirea metodei comparative, dorim să identificăm impactul crizei financiare asupra firmelor cotate la BVB București. Avem un eșantion de 25 de companii, toate listate în secțiunea BVB, categoria 1. Pentru aceste 25 de companii am analizat informațiile financiare din anii fiscali 2008, 2009 și 2010. Acest studiu ne-a permis să identificăm firmele sub- sau supraevaluate și să observăm care sector a avut cea mai profundă devalorizare pe parcursul crizei financiare.

Introducere

Evaluarea întreprinderilor capătă o importanță, din ce în ce mai mare, în contextul în care, în aproape toate țările industrializate sau pe cale de dezvoltare, guvernele au întreprins sau au în vedere măsuri de privatizare a anumitor sectoare de activitate. De asemenea, raportată la nivel internațional, evaluarea capătă o relevanță, din ce în ce mai mare, datorită fuziunilor și achizițiilor de întreprinderi (Dumitrescu, Dragotă, & Ciobanu, 2002, p. 30). Pe de altă parte, dezvoltarea schimburilor la bursă se poate desfășura doar printr-o evaluare corectă a acțiunilor implicit a întreprinderilor. Economii în curs de dezvoltare reprezintă o piață importantă a evaluării din următoarele considerente: aceste economii suferă schimbări micro-economice majore prin deschiderea către comerțul și investițiile internaționale, structura industrială se schimbă dramatic, cererea este în creștere, investițiile străine și locale sunt abundente, are loc o realocare permanentă a resurselor, proiectele de investiții sunt numeroase. Pentru realizarea tuturor acestor operații, este necesară o evaluare corectă și adecvată a resurselor dar și a întreprinderilor pe ansamblul lor. Interesul pentru evaluarea întreprinderilor a devenit un factor evident și în contextul trecerii la economia de piață în România după 1989 (Frăsineanu, 2004, p. 12).

Evaluarea întreprinderilor în contextul economic actual se impune ca o necesitate din varii considerente, precum: cotări la bursă, operații cu scop patrimonial, modificări de volum și structură ale capitalului social, pentru realizarea de comparații, estimarea valorii strategiilor alternative de afaceri, aplicarea managementului bazat pe valoare. Evaluarea unei întreprinderi este necesară, deoarece valoarea ei se schimbă permanent sub influența următorilor factori: existența prețurilor libere ce duc la modificarea informațiilor interne de care dispune managementul unei întreprinderi pentru luarea unor decizii economice; fluctuațiile raportului de schimb în sensul modificării valorii tuturor bunurilor și implicit a întreprinderii în ansamblul ei; gestiunea internă a fiecărei întreprinderi în ceea ce privește politicile de amortizare și de contabilizare care pot duce la o altă valoare a performanțelor întreprinderii; managementul afacerii prin prisma experienței personalului de conducere, motivația personalului, coeziunea managerilor, competența personalului, strategia aplicată, structura managementului și a companiei; mărimea și calitatea activelor deținute și utilizate.

Maximizarea valorii întreprinderii ca obiectiv fundamental al managementului întreprinderii se poate realiza doar plecând de la o evaluare actuală corectă a firmei. Acest obiectiv se poate atinge, din punctul nostru de vedere, doar prin integrarea conceptului de performanță în stabilirea valorii întreprinderii și printr-o metodologie corect aplicată, ținând cont de toți factorii care pot apărea.

Evaluarea întreprinderilor, prin folosirea metodei comparative, denumită și multiplă sau analogică (Thauvron, 2007), reprezintă una dintre cele mai folosite tehnici de stabilire a valorii la nivel de entitate economică. Multiplii constituie, de cele mai multe ori, baza de la care se pornește în luarea unei decizii de investiții sau de tranzacționare la nivel de corporație, fonduri de investiții, firme private și investitori particulari (Schreiner, 2007, p. III). Conform IVSC „atunci când există prețuri observabile în mod direct pentru active identice sau similare, la o dată apropiată de data evaluării, abordarea prin comparație directă este, în general, preferată” (IVSC, iunie 2010, p. 16). Cu toate acestea, metoda este aplicabilă în cazul bunurilor comparabile și mai puțin a bunurilor identice (Maxim, 2004, p. 413) și se utilizează și prin aplicarea unor corecții (Iosif & Bănanu, 2006, p. 415).

Popularitatea metodei se datorează următoarelor considerente:

- Presupune o aplicare mai rapidă, fapt care implică mai puține resurse decât metoda actualizării fluxurilor de trezorerie, facilitând astfel situațiile în care există constrângeri de timp sau de volum de informații puse la dispoziția evaluatorului;
- Metoda presupune un procedeu simplist ușor de înțeles de către cumpărător;
- Presupune mai puține asumptions ceea ce o face mai credibilă;
- Reflectă o imagine cât mai apropiată de valoarea de piață a firmei de evaluat (Damodaran, 2008, p. 302).

În aceeași măsură, metoda poate fi criticată, dacă în cadrul procesului de evaluare nu se ia în considerație riscul, rata de creștere și fluxurile de trezorerie generate de firmă. O altă eroare în determinarea valorii apare în momentul în care avem o piață sub- sau supraevaluată, ceea ce se va reflecta în valoarea determinată. Al treilea inconvenient al metodei face referire la posibilitatea manipulării rezultatelor (Damodaran, 2002, p. ch 17 p 2). Din punctul nostru de vedere, această a treia problemă este comună tuturor metodelor și ține de etica și deontologia profesionalistului evaluator și mai puțin de metodologia în cauză. Diversitatea companiilor, numărul crescând al acestora și dificultatea de a reține un eșantion de companii comparabile, fac din această metodă una cu numeroase critici (Abrams, 2005, p. 29).

Metoda se structurează plecând de la principiile contabile și ale finanțelor întreprinderii și se definește ca fiind un procedeu mult mai ușor de urmat și aplicat în comparație cu celelalte metode, aici referindu-se la cea a actualizării fluxurilor de trezorerie sau la cea a dividendelor (Schreiner, 2007, p. 1). Abordarea are ca principiu de bază faptul că tranzacțiile realizate cu active (proprietăți, întreprinderi) similare oferă o evidență empirică asupra valorii întreprinderii evaluate (Anghel, Oancea Negescu, Anica Popa, & Popescu, 2010, p. 229), determinând valori egale sau aproximativ egale (Maxim, 2010, p. 435). La baza metodei stă principiul substituției conform căruia un cumpărător informat nu ar plăti pentru un bun (întreprindere) mai mult decât suma cu care ar cumpăra un bun comparabil cu aceeași utilitate (Ișfănescu, Șerban, & Stănoiu, 2003, p. 109).

Metoda permite stabilirea valorii globale a întreprinderii, precum și cea a capitalurilor proprii (valoare pentru acționari) (De la Bruslerie, 2006, p. 341).

1. Fundamentele metodei comparative

Abordarea prin comparație se bazează pe un procedeu în care valoarea de piață se obține prin analiza tranzacțiilor cu întreprinderi similare și relevante, compararea acestor firme cu cea evaluată și estimarea valorii companiei prin utilizarea unor multipli (Anghel, Oancea Negescu, Anica Popa, & Popescu, 2010, p. 230).

Realizarea unei evaluări de întreprinderi prin metoda comparativă, sau a multiplilor, presupune parcurgerea următorilor pași: selectarea indicatorului de performanță sau a valorii folosite pentru calculul multiplului; estimarea multiplilor pentru firmele comparabile folosindu-se indicatorii de performanță; folosirea multiplilor calculați pentru firmele comparabile în calculul valorii firmei în cauză prin aplicarea valorii respective asupra indicatorului de performanță stabilit (Bernard, Palepu, & Healy, 2000, p. 412).

În cadrul procesului de evaluare, se identifică următoarele probleme: selectarea multiplilor relevanți în funcție de scopul evaluării; selectarea firmelor comparabile; estimarea multiplului la nivel de eșantion de firme comparabile; implementarea datelor obținute asupra firmei de evaluat (Schreiner, 2007, p. 53).

Folosind procedeul evaluării prin multipli se poate determina atât valoarea globală a întreprinderii prin integrarea în calcul a multiplilor firmei (firm multiple), cât și valoarea capitalurilor proprii folosindu-se *equity multiples*. Astfel, în urma parcurgerii pașilor 1-3 din enumerarea de mai sus, se ajunge la implementarea rezultatelor obținute prin intermediul următoarelor formule de calcul:

Ecuția 1 Formula pentru Equity value

Valoarea capitalului acționarilor = Equity Multiple x Indicator de performanță

Ecuția 2 VGE

Valoarea globală a întreprinderii = Firm Multiple x Indicator de performanță

1.1. Multipli folosiți în evaluarea întreprinderilor

Multiplii folosiți în evaluare prin metoda analogică pot fi împărțiți, pentru început, în două mari categorii și anume: price multiples și multiplii ai întreprinderii. Primii furnizează valoarea de piață a capitalurilor atribuibile acționarilor și cea de-a doua grupă – valoarea globală a întreprinderii (Pinto & all., 2007, p. 258).

Există patru tipuri de multipli folosiți în procesul de evaluare: *earnings multiples*, *book value multiples*, *revenue multiples*, *sector-specific multiples*.

Earnings multiples sunt cei mai folosiți în evaluarea întreprinderilor (Howard M. K.). Deși evaluarea folosind acest tip de multipli este foarte răspândită, ea nu se mai poate realiza în situația în care firma are pierdere fiscală sau un profit ce tinde spre 0, în care eșantionul de firme are practici contabile diferite sau dacă firmele nu au aceeași structură a capitalului (Schreiner, 2007, p. 41). Logica acestei abordări constă în faptul că valoarea unui activ se determină cel mai ușor multiplicând veniturile pe care acesta le generează (Damodaran, 2002, p. ch 17 p 3).

În această categorie, sunt incluși următorii multipli: price earnings ratio (PE), PEG (relative PE ratio, price to future earnings and price to earnings before R&D expenses, enterprise value to EBITDA).

PER este cel mai folosit multiplu (Damodaran, 2002, p. 659) fiind introdus de Benjamin Graham în anii 30 (Schreiner, 2007, p. 41). Simplitatea calculării sale face posibilă utilizarea lui în stabilirea prețului de introducere a unei acțiuni pe piață. PER se folosește la determinarea valorii capitalurilor pentru acționari. Price earnings ratio se calculează ca și raport între prețul unei acțiuni la venit pe acțiune (Tchemeni, 1993).

Ecuția 3 PER

$$\text{PER} = \frac{\text{Cursul bursei al acțiunii}}{\text{Venit pe acțiuni}}$$

Cea mai importantă problemă referitoare la PER este de a determina venitul pe acțiune. În această direcție, există trei posibilități:

- Folosirea PER-ului curent. La determinarea acestuia, se folosește Venitul pe acțiune definit ca Profitul net al întreprinderii din ultimul exercițiu financiar încheiat raportat la numărul de acțiuni;

- Trailing PER, unde profitul net folosit este cel aferent ultimelor 12 luni încheiate;
- PER previzionat, unde profitul net folosit este cel previzionat pentru următoarele 12 luni.

Conform celor spuse de Benjamin Graham, un binecunoscut teoretician al investițiilor, în general, un PER sub 10 este considerat scăzut, între 10 și 20 este moderat și mai mare de 20 este considerat scump (Graham & Zweig, 1973, p. 70). Astfel, o companie cu un PER mai mic de 10 este subevaluată, între 10 și 20 valoarea de piață a companiei reflectă o imagine fidelă și o companie cu un PER mai mare de 20 este supraevaluată. În opinia noastră, o astfel de abordare nu ține cont de perspectivele de creștere ale companiei. Indicatorul PER reprezintă mai mult decât o măsură a performanței trecute a unei companii. El ia în considerație și perspectivele de creștere.

Folosind modelul DCF, se poate afla care sunt determinanții PER. Astfel: PER crește proporțional cu creșterea ratei de distribuire a dividendelor, PER scade dacă riscul crește, PER crește, dacă rata de creștere a veniturilor se majorează (Damodaran, 2002, p. 6 ch 18).

PEG, teoretizat de Peter Lynch, este definit ca fiind PER divizat cu rata de creștere așteptată a veniturilor, fiind aplicabil în cadrul companiilor cu o creștere mare așteptată (Anghel, Oancea Negescu, Anica Popa, & Popescu, 2010, p. 233). Acesta se folosește ca multiplu pentru determinarea valorii capitalurilor proprii.

Ecuția 4 PEG

$$\text{PEG} = \frac{\text{PER}}{\text{Rata de creștere așteptată a veniturilor}}$$

Problema ce apare este care PER se folosește pentru calculul PEG. Regula care se impune este de a nu folosi PER previzionat, deoarece apare o dublă contabilizare a creșterii așteptate. Este recomandabil a se utiliza un PER curent și o rată de creștere calculată pe baza veniturilor previzionate (Damodaran, 2002, p. ch 18 p 28) care să fie corectată cu indicele de inflație așteptat. Interpretarea valorii multiplului se face în aceeași manieră ca pentru PER.

Folosind aceeași abordare ca în cazul PER, determinanții PEG se manifestă în mod asemănător.

Entreprise value to EBITDA multiple. Spre deosebire de indicatorii enumerați până în prezent, acesta determină valoarea globală a întreprinderii și se determină astfel:

Ecuția 5 VGE folosind EBITDA

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{Valoarea de piață a capitalurilor} + \text{Valoarea de piață a datorilor} - \text{Numerar}}{\text{EBITDA}}$$

Utilizându-se acest indicator, se elimină situațiile în care firmele cu pierdere fiscală nu fac parte din eșantion. Multiplii de venit trebuie analizați plecând de la informațiile financiare privind rata de distribuire a dividendelor, rata de creștere, riscul asumat și cash flow-ul disponibil.

Book value multiples se folosesc pentru a determina cât de mult sunt sub- sau supra-apreciate valorile unei acțiuni, întreprinderi. În categoria acestor multipli, vom găsi: price to book equity, return on equity, Tobin's Q. Price – book value a unei companii este determinată de rata de distribuire a dividendelor, rata de creștere și riscul asumat (Damodaran, 2002, p. 755).

Price to book equity este definit ca fiind raportul dintre prețul pe acțiune și valoarea contabilă a unei acțiuni, astfel:

Ecuția 6 PEG

$$\text{PBV} = \frac{\text{Prețul unei acțiuni}}{\text{Valoarea contabilă a unei acțiuni}}$$

Cu ajutorul acestuia se determină valoarea capitalurilor proprii. Acest indicator se determină plecând de la diferența dintre active și datorii, fiind profund afectat de principiile

contabile aplicabile (Damodaran, 2002, p. 2 ch 19). Când standardele de contabilitate variază între firmele analizate, multiplul nu poate reprezenta un element de comparație și nu poate fi o variabilă în procesul de evaluare. Totuși, pentru a-l putea folosi trebuie analizate politicile contabile, contractele încheiate și efectuate retratări contabile. De asemenea, ridică probleme când valoarea contabilă a unei acțiuni ia valoare negativă.

În ceea ce privește determinanții indicatorului, PBV este o funcție crescătoare de rata de distribuire a dividendelor, de rentabilitatea capitalurilor proprii, rata de creștere a veniturilor și o funcție descrescătoare de riscul financiar (Damodaran, 2002, p. 10 ch 19).

Value to book ratio este un multiplu cu ajutorul căruia se calculează valoarea globală a întreprinderii. Acesta se calculează astfel:

Ecuția 7 VBR

$$\text{VBR} = \frac{\text{Valoarea de piață a capitalurilor} + \text{Valoarea de piață a datorilor}}{\text{Valoarea contabilă a capitalurilor} + \text{Valoarea contabilă a datorilor}}$$

Tobin s Q este, un indicator propus de către James Tobin care compară valoarea de piață a unui activ cu valoarea de înlocuire. Indicatorul are o serie de adepți în sfera economică, însă, dificultatea aplicării lui, datorită nivelului mare de informații necesar, face din acesta un indicator mai mult teoretic. Formula de calcul este următoarea:

Ecuția 8 Tobin s Q

$$\text{Tobin s Q} = \frac{\text{Valoare de piață}}{\text{Cost de înlocuire}}$$

Acest indicator este eficient în situațiile în care a avut loc o modificare de preț semnificativă pe piață a bunului respectiv, fie datorată inflației, fie diminuărilor de cost. Dacă gradul de utilizare al unui activ este eficient, indicatorul va avea o valoare supraunitară.

Determinanții indicatorului sunt: valoarea de piață a firmei și valoarea de înlocuire a activelor. În perioade inflaționiste, unde prețul activelor crește, valoarea indicatorului va fi mai mică decât price book value. De asemenea, valoarea este influențată de gradul de utilizare al activelor firmei.

Revenue multiples sunt folosiți pentru a compara firme de pe piețe diferite cu sisteme contabile diferite. Sunt recomandați în cazul firmelor care au capital propriu și rezultat negative. Aceștia măsoară valoarea capitalurilor sau valoarea globală a firmei în corelație cu veniturile, pe care aceasta le generează. Dacă valoarea indicatorului este mai scăzută, firma va fi considerată mai ieftină. Acești indicatori sunt greu de manipulat, iar influența politicilor contabile este mai mică (Damodaran, 2002, p. 1 ch 20).

Price to sale ratio poate fi folosit la determinarea valorii capitalurilor pentru acționari, astfel:

Ecuția 9 PSR

$$\text{PSR} = \frac{\text{Valoarea de piață a capitalurilor}}{\text{Venituri}}$$

Dar și pentru calculul valorii globale a întreprinderii, după cum urmează:

Ecuția 10 EVSR

$$\text{EVSR} = \frac{\text{Valoarea de piață a capitalurilor} + \text{Valoarea de piață a datorilor} - \text{Cash}}{\text{Venituri}}$$

PSR este o funcție crescătoare de rata marginală a profitului, rata de distribuire a dividendelor și rata de creștere a veniturilor și o funcție descrescătoare de riscul financiar asumat.

Multiplii specifici sectorului de activitate se referă la acei multipli folosiți doar de o anumită categorie de firme. În aplicarea acestui multiplu, se folosește ca numărător valoarea întreprinderii, iar ca numitor – unitățile operaționale specifice (Damodaran, 2002, p. 792). Aceștia vor fi detaliați în funcție de sectorul luat în analiză în studiul empiric.

Categoriile de multipli

Valoarea obținută	Multipli de venit	Book value multiples	Revenue multiples
Valoarea capitalurilor acționarilor	PER PEG	PVB	PSR
Valoarea globală a întreprinderii	EV/EBITDA	VBR Tobin s Q	EVSR

Sursa: autorul având ca sursă (Abrams, 2005), (Bernard, Palepu, & Healy, 2000) (Bucătaru, 2006), (Damodaran, 2008), (Damodaran, 2002), (Howard), (Pratt & Niculita, 2008), (Schreiner, 2007).

1.2. Alegerea firmelor comparabile

Următoarea etapă, după alegerea indicatorului de valoare și a multiplului folosit, este identificarea firmelor comparabile. Realizarea acestui obiectiv reprezintă o provocare. Prima etapă constă în organizarea firmelor în grupe. Conform teoriei valorii lui Rappaport (1981), eșantionul de firme trebuie să reprezinte un grup de companii al căror profil și cash flow-uri așteptate sunt asemănătoare firmei analizate (Schreiner, 2007, p. 50). Alegerea firmelor comparabile se poate face în două moduri și anume:

Eșantionul de firme este format din companii ce aparțin aceluiași sector și își desfășoară activitatea pe aceeași piață, metodă cunoscută și sub denumirea de *guideline public company method*;

Eșantionul de firme este compus din companii din același sector și piață ce au fost supuse vânzării-cumpărării într-o perioadă relativ recentă și pentru care se cunosc valorile globale. Metoda este cunoscută și sub denumirea de *comparable transaction method* (Pratt & Niculita, 2008).

Dificultatea vine dinspre faptul că firmele au, de obicei, mai multe domenii de activitate (Bernard, Palepu, & Healy, 2000). Astfel, trebuie să determinăm care este activitatea principală generatoare de profit ce influențează implicit indicatorii de performanță. După identificarea sectorului de activitate din care face parte, firma trebuie analizată în cadrul acestuia, inclusiv companiile care sunt comparabile cu firma evaluată în funcție de o serie de indicatori de performanță. Damodaran identifică aceste dimensiuni ca fiind următoarele: cash flows, potențialul de creștere, riscul (Damodaran, 2002, p. 650). Unii consideră toate firmele care fac parte dintr-un sector de activitate ca fiind comparabile. Deoarece acele companii aplică strategii diferite, vor apărea diferențe privind oportunitățile de creștere și profitabilitatea, de aceea, se va lua în calcul un indicator ce reprezintă media sectorului (Bernard, Palepu, & Healy, 2000, p. 412). Alți autori definesc anumite dimensiuni adiacente precum: valoarea activelor, numărul de angajați, rata de creștere a veniturilor și profitului (Drake, p. 2). În ceea ce ne privește, optăm pentru o nouă abordare a calculului-medie și anume calcularea mediei aritmetice, mediei armonice și medianei, pe baza cărora se estimează o nouă medie care va apropia cel mai mult valoarea firmei evaluate de cea a celor din eșantion (Tabără & Vasiliu, 2011, p. 11).

2. Studii teoretice și empirice privind metoda comparativă

Deși această metodă este foarte folosită, sunt puțini teoreticieni în domeniu. Cu privire la abordări teoretice, printre autorii care au dedicat spațiu studierii metodei de evaluare a întreprinderilor cu ajutorul multiplilor, amintim pe următorii: Damodaran (2002), Palepu, Healy & Bernard (2000), Thauvron (2007), Pratt (2008), Schreiner (2007).

Damodaran este cel ce dezvoltă această arie de cunoaștere. În cartea sa, intitulată „Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset” (2002), el prezintă o abordare teoretică, dar și practică a metodei multiplilor. Din punctul său de vedere, evaluarea întreprinderilor folosind multipli este cea mai importantă și cea mai

utilizată metodă. Prezintă principiile fundamentale ale metodei analogice, definește și calculează earnings multiples, book value multiples revenue and sector-specific multiples. În lucrarea sa, explică caracteristicile și determinanții multiplilor, folosind ca sursă date din mai multe țări și industrii.

Palepu, Healy and Bernard, în lucrarea lor „Business Analysis & Valuation Using Financial Statements-Test and Cases” (2000), vorbesc despre etapele necesare în cadrul procesului de evaluare a întreprinderii folosind multipli, despre ceea ce semnifică firmele comparabile, despre modul de evaluare a firmelor cu performanță scăzută, despre modul de ajustare a multiplilor și despre determinanți, combinând aspectele teoretice cu cele practice.

Arnaud Thauvron are o contribuție importantă în aria de cunoaștere a domeniului de evaluare a întreprinderilor. Folosind o nouă metodă, în cartea sa intitulată „Evaluation d’Entreprise”, împărtășește informații privind multiplii folosiți și modul de alegere a firmelor comparabile. Lucrarea sa este semnificativă deoarece el explică metoda prin aplicare directă.

Alte nume importante în aria de dezvoltare a metodei analogice sunt: Lundholm & Sloan. Aceștia furnizează o mai bună înțelegere a determinanților multiplilor. Richter merge mai departe și prezintă o abordare teoretică pentru a corela metoda analogică de cea a fluxurilor de trezorerie actualizate. Arzac and Koller, Goedhart & Wessels se concentrează pe identificarea criteriilor ce fac comparabilitatea firmelor viabilă. Benninga & Sarig scot în evidență un alt aspect important: cel de folosire a datelor contabile pentru calculul multiplilor. Spremann identifică o nouă problemă și anume, cea a diferențelor dintre multiplii de tranzacționare și cei de vânzare (*trading and transaction multiples*). (Schreiner, 2007, pp. 14,15).

Shannon P. Pratt este un nume de notorietate în aria de evaluare a întreprinderilor și capitalurilor. El a scris numeroase cărți în care prezintă noțiuni de metode de evaluare a afacerilor aplicabile în diverse țări. Cea mai recentă lucrare a sa este „Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies” (2008).

Cărțile enumerate anterior sunt de notorietate în aria de evaluare a întreprinderii. Începând cu Damodaran și terminând cu Shannon Pratt, aceste studii de specialitate oferă soluții alternative la problemele care persistă în aria de evaluare a întreprinderilor.

La nivel empiric au fost elaborate numeroase studii cu privire la această metodă, majoritatea concentrându-se pe un eșantion limitat de companii sau ani, luând în analiză un set limitat de multipli.

Cu privire la acuratețea cu care sunt estimați multiplii pentru evaluarea unei întreprinderi, studii importante aparțin lui Kaplan și Ruback, Gilson, Hotchkiss și Ruback. În lucrările lor ei susțin și demonstrează că metoda actualizării fluxurilor de trezorerie și metoda analogică oferă doar o estimare orientativă a valorii de piață. Ei deduc că valorile estimate pe baza actualizării fluxurilor subvaluează tranzacțiile cu o eroare medie de -18,1%. În același mod deduc că metoda analogică are o acuratețe mai mare. Un alt domeniu de cercetare al autorilor se referă la estimarea valorilor reziduale ale companiei prin folosirea multiplului EBITDA și EBITDA previzionat. Rezultatul analizei conchide că valorile obținute depășesc cu 10% valorile reale. Deși evaluarea folosind multipli nu oferă o imagine fidelă, este mult mai apropiată de aceasta decât valorile obținute prin metode patrimoniale. (Kaplan & Ruback, 1995). Gilson, Hotchkiss și Ruback compară valoarea de piață a firmelor aflate în dificultăți financiare cu valoarea estimată a cash flow-urilor viitoare și a EBITDA previzionat. Deși eroarea medie are o valoare semnificativă, aceste două metode sunt mult mai relevante decât altele (Gilson, Hotchkiss, & Ruback, 2000).

În ceea ce privește identificarea firmelor comparabile, importante studii aparțin lui Boatsman & Baskin. Ei afirmă că eroarea medie este mai mică atunci când firmele sunt alese pe baza similarității ratei istorice de creștere a veniturilor (Boatsman & Baskin, 1981). Alford și Bhojraj & Lee demonstrează că erorile de evaluare sunt mai mici în cazul alegerii firmelor comparabile pe baza similarității indicatorilor de performanță financiară decât în cazul alegerii acestora pe baza apartenenței la un sector de activitate (Alford, 1992).

Pe tema multiplilor specifici sectorului de activitate, Barker and Tasker conchid că, în practică, se folosește PER și price to book value multiples în sectorul financiar, iar price to operating cash flow multiples – în comerț (Schreiner, 2007, p. 19).

Cu privire la combinarea anumitor multipli în analiză, Cheng și McNamare combină price to earnings multiples cu price to book value multiples – în evaluarea companiilor. Ei ajung la concluzia că o valoare obținută astfel este mai apropiată de imaginea fidelă (Cheng & McNamara, 2000). În aceeași manieră, Stephen Penman calculează valoarea întreprinderii folosindu-se de un multiplu obținut prin combinarea veniturilor și a valorii contabile. (Penman, 1998).

3. Studiu de caz privind metoda comparativă

Chestiunile cercetării:

Cum variază multiplii în funcție de sectorul de activitate?

Ce medie putem folosi pentru a estima multiplul de grup?

Care dintre companiile luate în eșantion sunt sub/sau supraevaluate?

Care sector a înregistrat cea mai mare descreștere pe parcursul crizei financiare?

Metodologia cercetării:

Pasul 1:

Selectarea multiplului

Identificarea firmelor comparabile

Estimarea multiplului de grup

Pasul 2:

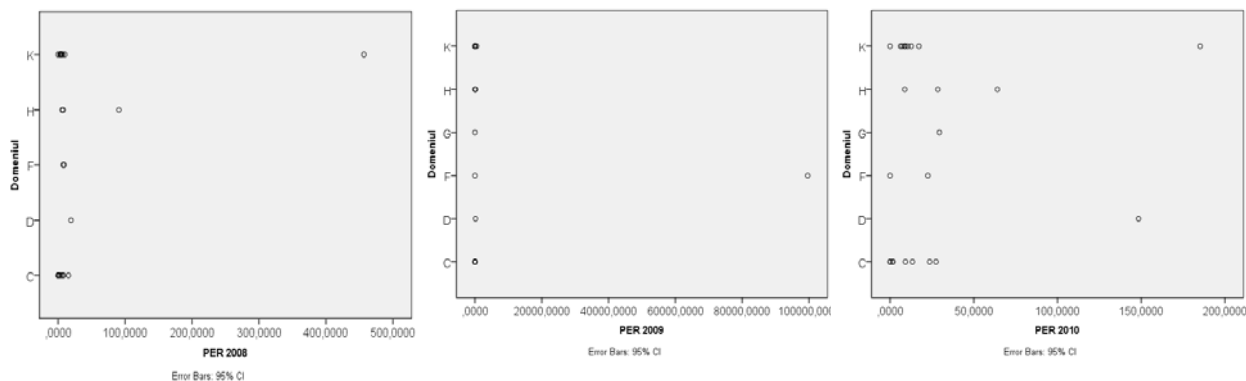
Pentru a analiza impactul crizei financiare asupra valorii întreprinderilor, am realizat o analiză comparativă asupra celor trei ani fiscali luați în calcul. Rezultatele au fost obținute folosind cross sectional distribution, standard statistics, precum media, standardul, abaterea medie pătratică, mediana.

Rezultate și concluzii:

1. Cum variază multiplii în funcție de sectorul de activitate?

Tabelul 2.

Variația multiplilor pe sectoare de activitate pentru anii 2008-2010



Variația multiplilor pe sectoarele de activitate pentru anii 2008, 2009, 2010.

Unde: C reprezintă Industria prelucrătoare; D – Producția și furnizarea de energie electrică și termică, gaze, apă caldă și aer condiționat; F – Construcțiile; G – Comerțul cu ridicata și amănuntul; Repararea autovehiculelor și motocicletelor; H – Transport și depozitare; K – Intermedieri financiare și asigurări.

O variație a multiplilor, în funcție de sectorul de activitate, se observă, mai ales, la nivelul anului 2010, pe sectoarele de activitate C, H și K.

2. Ce medie putem folosi pentru a estima multiplul de grup?

Tabelul 3

Media folosită pentru a estima PER group

	PER 2008	PER 2009	PER 2010
Minimum	0 BIO, BRK, OLT, TBM	0 BCC, OLT, RPH, TBM	0 BCC, OLT, IMP, TBM
Maximum	456,75 BCC	99618,48 IMP	185,2343 TLV
Media aritmetică	27,99	4027,45	25,77
Median	5,81	10,30	9,16
Media armonică	5,35	7,64	7,97
Media finală (M2+Mh)/2	5,58	8,97	8,56

O valoare cât mai apropiată de realitate pentru multiplul de grup este determinată prin luarea în considerație a mediei armonice și a medianei, media aritmetică înregistrând valori semnificativ diferite datorită variațiilor multiplilor anumitor firme.

3. Care dintre companiile luate în eșantion sunt sub- sau supraevaluate?

Tabelul 4

Companii sub- sau supraevaluate

		PER 2008	PER 2009	PER 2010
PER pentru grup	(M2+Mh)/2	5,58	8,97	8,56
Subevaluate	Sub medie	TBM, BIO, BRK, OLT, AZO	BCC, TBM, OLT, RPH, BIO, SIF 5,	IMP, TBM, BCC, OLT, BIO, AZO
Reflectă o valoare apropiată	+/- 5	SIF 2, ALR, SIF 1, SIF 3, SIF 5, BRD, SIF 4, TGN, ELMA, TLV, IMP, SOCP, PREH, COFI, SNP	ELMA, SIF 1, SIF 2, TGN, SIF 3, SIF 4, SNP, COFI, BRD,	SIF 2, SIF 4, TGN, SIF 1, SIF 3, SIF 5, ELMA, SNP, BRK, ALR
Supraevaluate	Above average	ATB, TEL, OIL, BCC	BRK, AZO, ALR, ATB, SOCP, PREH, TEL, OIL, TLV, IMP	BRD, COFI, ATB, PREH, SOCP, RPH, OIL, TEL, TLV

4. Care sector a înregistrat cea mai mare descreștere pe parcursul crizei financiare?

Tabelul 5

Analiza creșterilor și descreșterilor pe sectoare de activitate

Ar. MEAN	Sectorul de activitate					
	C	D	F	G	H	K
PER 2010	9,5945	148,4099	11,2823	29,4168	33,7743	26,5865
PER 2009	13,0383	161,2873	49814,54	0	73,8151	57,0328
PER 2008	4,3631	19,2245	8,256	0	34,8295	49,6732
PER2009-2008	8,6752	142,0628	49806,28	0	38,9856	7,3596
PER 2010-2009	-3,4438	-12,8774	-49803,3	29,4168	-40,0408	-30,4463
PER 2010- 2008	5,2314	129,1854	3,0263	29,4168	-1,0552	-23,0867

2010- 2009: descreștere: C, D, F, H, K; Creștere: G

2009-2008: creștere

Cea mai mare descreștere de valoare: sectorul F

Concluzii

Cercetarea științifică are ca scop o sistematizare a ideilor deja consacrate de către literatura de specialitate cu privire la evaluarea întreprinderilor pornind de la care se realizează o analiză asupra firmelor cotate la Bursa de Valori București. În acest sens, dintre multitudinea de multipli consacrați în domeniul evaluării întreprinderii, am selectat PER-ul ca fiind cel mai reprezentativ. Folosindu-ne de acesta, am analizat impactul crizei financiare supra BVB, evidențiind firmele sub- sau supraevaluate și sectoarele de activitate care au avut cea mai mare descreștere pe perioada crizei. Rezultatele cercetării oferă o imagine clară asupra efectelor crizei, în special în domeniul construcțiilor, acesta fiind sectorul cu cele mai multe variații.

Urmărim dezvoltarea acestui studiu prin mărirea eșantionului și o analiză mai în detaliu a multiplilor și variațiilor acestora.

Anexa

Lista companiilor

ALR	ALRO S.A.	PREH	PREFAB SA BUCUREȘTI
ATB	ANTIBIOTICE S.A.	RPH	ROPHARMA SA BRAȘOV
AZO	AZOMUREȘ S.A.	SIF1	SIF BANAT CRIȘANA S.A.
BCC	BANCA COMERCIALA CARPATICA S.A.	SIF2	SIF MOLDOVA S.A.
BIO	BIOFARM S.A.	SIF3	SIF TRANSILVANIA S.A.
BRD	BRD - GROUPE SOCIÉTÈ GÉNÉRALE S.A.	SIF4	SIF MUNTENIA S.A.
BRK	S.S.I.F. BROKER S.A.	SIF5	SIF OLTENIA S.A.
COFI	CONCEFA SA SIBIU	SNP	OMV PETROM S.A.
ELMA	ELECTROMAGNETICA SA BUCUREȘTI	SOCP	SOCEP S.A.
IMP	IMPACT DEVELOPER & CONTRACTOR S.A.	TBM	TURBOMECANICA S.A.
OIL	OIL TERMINAL S.A.	TEL	C.N.T.E.E. TRANSELECTRICA
OLT	OLTCHIM S.A. RM. VALCEA	TGN	S.N.T.G.N. TRANSGAZ S.A.
		TLV	BANCA TRANSILVANIA S.A.

Bibliografie:

1. *Companies Directory: BVB*. (2011). Preluat de pe Bucharest Stock Exchange Market Web Site: <http://bvb.ro/>
2. Abrams, J. B. (2005). *How to Value Your Business and Increase Its Potential*. New York: McGraw-Hill.
3. Alford, A. W. (1992). *The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method*. Journal of Accounting Research 30, 94-108.
4. Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A., & Popescu, A. M. (2010). *Evaluarea întreprinderii*. București: Editura Economică.
5. Bernard, Palepu, & Healy. (2000). *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements-Test and Cases*. OH-Canada: Thomson: South-Western.
6. Boatsman, J., & Baskin, E. (1981). *Asset Valuation with Incomplete Markets*. Accounting Review, 38-53.
7. Bucătaru, D. (2006). *Evaluarea întreprinderii*. Iași: Junimea.
8. Cheng, C., & McNamara, R. (2000). *The Valuation Accuracy of the Price Earnings and Price Book Benchmark Valuation Methods*. Review of Quantitative Finance and Accounting 15, 349-370.
9. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (ed. 2nd). New York: John Wiley and Sons.
10. Damodaran, A. (2008). *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (ed. 2nd). New Zork: Wiley india Pvt Ltd.
11. De la Bruslerie, H. (2006). *Analyse financière. Information financière et diagnostic* (ed. 3 e). Paris: Dunod.
12. Drake, P. P. (fără an). *Valuation using multiples. A reading*. Preluat pe January 15, 2011, de pe Florida Atlantic University: <http://wise.fau.edu/~ppeter/fin4422/multiples.pdf>

13. Dumitrescu, D., Dragotă, V., & Ciobanu, A. (2002). *Evaluarea întreprinderilor*. București: Editura Economică.
14. Frăsineanu, C. (2004). *Perfecționarea metodelor de evaluare a întreprinderilor*. București: Editura ASE.
15. Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S., & Ruback, R. S. (2000, Spring). *Valuation of Bankrupt Firms*. *The Review of Financial Studies*, 12(1), 43-74.
16. Graham, B., & Zweig, J. (1973). *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel* (ed. 4th). USA: Harper Business Essentials.
17. Howard, M. K. (fără an). *Accounting and Business Valuation Methods*. CIMA-Elsevier.
18. Iosif, G. N., & Bănac, C. S. (2006). *Analiza și evaluarea afacerii*. București: Tribuna Economică.
19. Ișfănescu, A., Șerban, C., & Stănoiu, A. C. (2003). *Evaluarea întreprinderilor*. București: Editura Universitară.
20. IVSC. (iunie 2010). *Proposed New International Valuation Standards*. IVSC.
21. Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995, September). *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*. (JSTOR, Ed.), 50, 1059-1093.
22. Maxim, E. (2004). *Diagnosticarea și evaluarea organizațiilor*. Iași: Sedcom Libris.
23. Maxim, E. (2010). *Diagnosticarea și evaluarea organizațiilor*. Iași: Sedcom Libris.
24. Penman, S. H. (1998). *Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation*. (C. A. Association, Ed.) *Contemporary Accounting Research*, 291-324.
25. Pinto, J. E., & all., e. (2007). *Equity asset valuation*. USA, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
26. Pratt, S. P., & Niculita, A. (2008). *Valuing a Business- The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (ed. 5th). New York, USA: The McGraw-Hill Companies.
27. Schreiner, A. (2007). *Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation*. Wiesbaden, Germany: Deutscher Universitäts Verlag.
28. Tabără, N., & Vasiliu, A. (2011). *The Importance of Price Earnings Ratio in Equity Valuation on Stock Exchange Market*. *Acta Universitatis Danubius. Oeconomica*, in editing.
29. Tchemeni, E. (1993). *L'Evaluation des Entreprises*. Paris: Economica.
30. Thauvron, A. (2007). *Evaluation d'entreprise* (ed. 2nd). Paris: Economica.