CONSORȚIUL ACADEMIC UNIVERSITAR AL
UNIVERSITĂȚII DE STAT „DIMITRIE CANTEMIR”
ŞCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI DEMOGRAFICE

Cu titlu de manuscris
C.Z.U.: 657.922 (043.3)

BEȘLIU IURIE

GESTIUNEA VALORII – INSTRUMENT DE REDRESARE A ÎNTREPRINDERII ÎN SITUAȚIE DE CRIZĂ

521.03 – ECONOMIE ȘI MANAGEMENT ÎN DOMENIU DE ACTIVITATE

Teză de doctor în științe economice

Conducător științific: **TCACI Carolina,**
doctor în științe economice,
conferențiar universitar

Autor:

Chișinău, 2019

© Beșliu Iurie, 2019

CUPRINS:

LISTA ABREVIERILOR....4

ADNOTARE....5

INTRODUCERE....8

1. BAZELE TEORETICE ALE GESTIUNII VALORII ÎNTREPRINDERII ÎN SITUAȚIE DE CRIZĂ....15

1.1. Aspecte conceptuale privind valoarea întreprinderii....15
1.2. Gestiunea valorii întreprinderii în contextul actual al managementului strategic....30
1.3. Abordarea situațiilor de criză în corelare cu valoarea întreprinderii....46
1.4. Concluzii la capitolul 1....62

2. PARTICULARITĂȚILE METODOLOGICE ALE GESTIUNII VALORII ÎN REDRESAREA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERILOR....66

2.1. Abordări privind diagnosticul situației de criză și specificul gestiunii acesteia....66
2.1.1. Diagnosticul mediului de activitate a întreprinderilor din Republica Moldova....66
2.1.2. Diagnosticul situației de criză a întreprinderii și particularitățile gestiunii crizei în baza valorii....73
2.2. Aplicarea modelelor de gestiune a valorii în practica corporativă autohtonă....83
2.2.1. Modelul de gestiune operativă a valorii întreprinderii....86
2.2.2. Modelul de gestiune strategică a valorii întreprinderii....98
2.3. Modelul econometric de estimare a valorii întreprinderilor autohtone....114
2.4. Concluzii la capitolul 2....122

3. PERFECȚIONAREA MECANISMULUI FINANCIAR DE GESTIUNE A VALORII ÎN ÎNTREPRINDERILE DIN REPUBLICA MOLDOVA....126

3.1. Probleme și restricții în evaluarea și gestiunea anticriză a valorii întreprinderilor din Republica Moldova....126
3.2. Argumentarea direcțiilor politicii de finanțare în redresarea valorii întreprinderilor autohtone....138
3.3. Perfecționarea procesului decizional prin optica valorii întreprinderii....152
3.4. Concluzii la capitolul 3....161

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI....164

BIBLIOGRAFIE....173

ANEXE....188

Anexa 1. Sistematizarea teoriilor privind evoluția conceptului de valoare 189
Anexa 2. Tipuri de valoare diferite de valoarea de piață și definiția acestora.....190
Anexa 3. Modele de gestiune a întreprinderii.....191
Anexa 4. Elasticitatea valorii în funcție de variabilele financiare după Mordașov.....192
Anexa 5. Modelul de gestiune a valorii ciclurilor prin analiza coeficienților de sensibilitate față de factorii financiari ai valorii 194
Anexa 6. Organizarea activității de evaluare în diferite țări.....195
Anexa 7. Caracteristicile obiective și subiective ale situației de criză 196
Anexa 8. Metode de diagnosticare a crizei în baza scorurilor.....197
Anexa 9. Nivelul rentabilității fără risc și primele de piață pentru țările fostei URSS 199
Anexa 10. Coeficienții riscului sistematic pe ramuri ale economiei în baza datelor profesorului A. Damodaran (Stern School of Business, New York).....200
Anexa 11. Coeficienții riscului sistematic pe ramuri ale economiei conform datelor REUTERS Investor 201
Anexa 12. Structura de piață a capitalului caracteristică diferitor ramuri ale economiei și tipuri de activități (Stern School of Business, New York), %.....202
Anexa 13. Ratingurile de țară și primele de risc estimate de Stern School of Business, New York.....203
Anexa 14. Mărimile coeficientului beta 206
Anexa 15 Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul unifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0 208
Anexa 16 Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0 208
Anexa 17 Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul unifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0 209
Anexa 18 Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0 209
Anexa 19 Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial) la diferite rate a rentabilității solicitate a capitalului propriu, realizate cu suportul programului Eviews 8.0 210
Anexa 20. Etapele de dezvoltare a gestiunii proprietăților întreprinderilor din Republica Moldova.....211
Anexa 21 Factorii cu impact asupra structurii capitalului:.....213
Anexa 22. Lista societăţilor pe acţiuni selectate pentru cercetare, cu excepţia companiilor de asigurări şi băncilor comercial.....214
Anexa 23. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2012 215
Anexa 24. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2013 216
Anexa 25. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2014 217

Anexa 26. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2015 218
Anexa 27. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2016 219
Anexa 28. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2017 220
Anexa 29. Determinarea ratei de creștere sustenabilă (RCS) și a ratei de creștere a vânzărilor (g) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017.....221
Anexa 30. Analiza factorială a ratei de creștere sustenabilă (RCS) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017 223
Anexa 31. Poziționarea finaciară a întreprinderilor analizate în cadranele matricei „RCS-g" pentru anii 2013 și 2017 225
Anexa 32. Determinarea costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017 226
Anexa 33. Determinarea profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017.....228
Anexa 34. Analiza factorială a profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017 230
Anexa 35. Determinarea profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017.....232
Anexa 36. Analiza factorială a profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017.....234
Anexa 37. Prețul mediu ponderat al unei acțiuni la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017.....236
Anexa 38. Analiza comparativă dintre valoarea nominală a acțiunii, activele nete la o acțiune și prețul de piață a acțiunii la BVM la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017 237
Anexa 39. Indicatorii pentru efectuarea analizei regresionale la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017.....239
Anexa 40. Estimarea prețului de piață a întreprinderilor analizate, lei 241
Anexa 41. Analiza structurii capitalului la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017 242
Anexa 42. Modelul estimării structurii optime a capitalului.....243
Anexa 43 Certificat de implementare „Incomlac" SA. 244
Anexa 44 Certificat de implementare „Moldagrotehnica" SA. 245
Anexa 45 Certificat de implementare „Floarea Soarelui" SA. 246
Anexa 46 Certificat de implementare „Magistrala" SA. 247
Anexa 47 Certificat de implementare „Electromontaj-Nord" SA. 248

DECLARAȚIA PRIVIND ASUMAREA RĂSPUNDERII 249

CURRICULUM VITAE 250

LISTA ABREVIERILOR

BNM – Banca Națională a Moldovei

BSC – sistemul balansat al indicatorilor

BVM – Bursa de Valori a Moldovei

CFROI – rentabilitatea fluxului de numerar din investiții

CMPC – costul mediu ponderat al capitalului

EBO – modelul Edward-Bell-Ohlson

EPF – efectul pârghiei financiare

EVA – valoarea economică adăugată

g – rata de creștere a vânzărilor

IVSC – Comitetul Internațional pentru Standardele de Evaluare

MCS – modelul creșterii sustenabile

MPR – modelul profitului rezidual

MVA – valoarea de piață adăugată

PR – profit rezidual

PIB – Produsul Intern Brut

PRN – profit rezidual net

PRO – profit rezidual operațional

RAT – rentabilitatea acționară totală

RCS – rata creșterii sustenabile

RTB – rentabilitatea totală a business-ului

SVA – valoarea acționară adăugată

TEGoVA – Asociația Evaluatorilor Europeni

ADNOTARE
la teza pentru obținerea gradului științific de doctor în științe economice
„Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză"
Bețliu Iurie, Specialitatea: 521.03. Economie și management, Chișinău, 2019

Structura tezei: introducere, trei capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografia alcătuită din 184 de titluri, 47 anexe și este expusă pe 170 de pagini text de bază și conține 28 de tabele, 49 figuri și 41 de formule. Cercetările sunt reflectate în 16 publicații științifice cu un volum de 9,25 c.a.

Cuvinte cheie: gestiune, valoare, evaluare, valoarea întreprinderii, valoarea de piață a întreprinderii, gestiunea valorii întreprinderii, estimarea valorii întreprinderii, situație de criză, ciclu de viață, metoda veniturilor, metoda cheltuielilor, metoda de piață (comparativă), modele de gestiune a valorii, model econometric, model de gestiune strategică a valorii, model de gestiune operativă a valorii, modelul creșterii sustenabile, rata creșterii sustenabile.

Domeniul de studiu: management financiar, gestiunea valorii întreprinderii.

Scopul cercetării constă în identificarea, dezvoltarea și aplicarea mecanismului de gestiune a valorii în situație de criză.

Obiectivele cercetării: studierea conceptuală a noțiunilor de valoare și gestiune a valorii întreprinderii, aprecierea rolului și impactului activității financiare asupra valorii întreprinderii; examinarea indicatorului valorii întreprinderii prin prisma importanței acestuia pentru dezvoltarea întreprinderii, analiza teoriilor și modelelor de bază existente în vederea gestiunii valorii întreprinderii; cercetarea situațiilor de criză în activitatea întreprinderii, determinarea rolului și particularităților redresării situației de criză în sistemul managementului financiar prin prisma teoriei valorii întreprinderii; elaborarea mecanismelor de diagnosticare a situației de criză și a particularităților gestiunii crizei în baza principiilor valorii în funcție de etapa ciclului de viață a întreprinderii; identificarea modelelor de gestiune a valorii întreprinderii și cercetarea particularităților aplicării în practica corporativă autohtonă; identificarea și analiza problemelor în evaluarea și gestiunea valorii întreprinderilor din Republica Moldova și propunerea soluțiilor privind redresarea întreprinderilor autohtone; elaborarea recomandărilor de perfecționare a procesului decizional prin optica valorii întreprinderii.

Noutatea științifică constă în: dezvoltarea conceptelor de „valoare de piață a întreprinderii", „valoare a întreprinderii" și „gestiune a valorii întreprinderii" prin prisma dimensiunii financiare a activității întreprinderii; argumentarea mecanismului de identificare a etapei crizei organizaționale în funcție de evoluția indicatorilor valorii; argumentarea mecanismului gestiunii depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii; fundamentarea și argumentarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză; identificarea mecanismului de stabilire a punctul critic de apariție a crizelor în cadrul întreprinderii și aprobarea metodologiei de diagnosticare a situației de criză; argumentarea vectorii decizionali în gestiunea crizelor la diferite etape ale ciclului de viață a întreprinderii; identificarea modelului de gestiune operativă și modelului de gestiune strategică a valorii întreprinderii; elaborarea și testarea modelului econometric de estimare a valorii întreprinderilor autohtone; elaborarea și aplicarea modelului de estimare a structurii optime a capitalului aplicabil în condițiile Republicii Moldova; elaborarea și argumentarea procesului decizional de redresare a situației de criză prin optica valorii întreprinderii.

Problema științifică importantă soluționată în domeniul de cercetare constă în fundamentarea științifică și metodologică a mecanismului de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză, iar direcțiile de soluționare a problemei de cercetare vor fi axate pe dezvoltarea unui sistem de diagnosticare a situației de criză și particularităților gestiunii crizei în baza valorii, precum și dezvoltarea modelelor de gestiune a valorii în practica corporativă autohtonă.

Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a tezei sunt determinate de cercetarea și dezvoltarea conceptelor de valoare de piață a întreprinderii și gestiune a valorii întreprinderii; elaborarea modelelor de diagnosticare a situației de criză în cadrul întreprinderii; fundamentarea particularităților metodologice ale gestiunii valorii întreprinderii în redresarea întreprinderilor autohtone; evidențierea problemelor și restricțiilor în gestiunea valorii întreprinderilor în practica Republicii Moldova.

Modelele propuse în cadrul tezei vor contribui la operativitatea depistării situațiilor de criză, localizării ariei de influență și găsirea soluțiilor de depășire a acestora.

Rezultatele cercetărilor efectuate vor putea fi utilizate în activitatea practică a întreprinderilor industriale, firmelor de audit și consulting, a organizațiilor profesionale independente, în sistemul de instruire a cadrelor din economia națională și a studenților de la instituțiile de învățământ superior cu profil economic etc.

Implementarea rezultatelor științifice: cele mai importante rezultate ale cercetării au fost acceptate spre implementare de către întreprinderile industriale autohtone, precum: „Incomlac" SA., „Moldagrotehnica" SA., „Floarea Soarelui" SA., „Magistrala" S.A., „Electromontaj-Nord" S.A. ș.a.

ANNOTATION
to the thesis to obtain the scientific degree of doctor in economic sciences
"Value management – instrument for enterprise recovery in crisis situation"
Beşliu Iurie, Specialty: 521.03. Economics and Management, Chisinau, 2019

Thesis structure: introduction, three chapters, general conclusions and recommendations, bibliography consisting of 184 titles, 47 annexes, 170 basic text pages, including 28 tables, 49 figures and 41 formulas. The researche results are published in 16 scientific papers, with a total volume of 9.25 author sheets.
Keywords: management, value, evaluation, enterprise value, enterprise market value, enterprise value management, estimation of enterprise value, crisis situation, life cycle, revenue method, expense method, market (comparative) method, value management models, econometric model, strategic value management model, operational value management model, sustainable growth model, sustainable growth rate.
Field of study: financial management, enterprise value management.
Research goal: to identify, develop and apply the value management mechanism in a crisis situation.
Research objectives: conceptual study of the notions of value and management of the value of the company, appreciation of the role and impact of the financial activity on the value of the company; examining the indicator of the value of the enterprise in terms of its importance for the development of the enterprise, analysis of the existing theories and basic models for managing the value of the enterprise; researching crisis situations in the activity of the company, determining the role and particularities of the recovery of the crisis situation in the financial management system through the theory of the value of the enterprise; elaboration of the mechanisms of diagnosis of the crisis situation and of the particularities of crisis management based on the principles of value according to the stage of the life cycle of the enterprise; identifying the management models of the value of the company and researching the particularities of the application in the domestic corporate practice; identifying and analyzing problems in the assessment and management of the value of Moldovan enterprises and proposing solutions regarding the recovery of local enterprises; elaboration of recommendations for improving the decision-making process from the perspective of the value of the company.
Scientific novelty and results originality: developing the concepts of "market value of the enterprise", "value of the enterprise" and " the value management of the enterprise" through the financial dimension of the business activity; argumentation of the mechanism for identifying the stage of the organizational crisis according to the evolution of the value indicators; arguing the mechanism of the management of overcoming crisis situations from the perspective of the company value; substantiating and arguing the value management system of the enterprise in a crisis situation; identifying the mechanism for establishing the critical point of crisis in the enterprise and approving the methodology for diagnosing the crisis situation; reasoning the decision-making vectors in crisis management at different stages of the life cycle of the enterprise; identification of the operational management model and the strategic value management model of the enterprise; elaboration and testing of the econometric model for estimating the value of the local companies; elaboration and application of the model for estimating the optimal capital structure applicable under the conditions of the Republic of Moldova; elaboration and argumentation of the decision-making process for the recovery of the crisis situation from the perspective of the value of the company.
Scientific problem solved in this research: consists in the scientific and methodological foundation of the value management mechanism in recovering the company in a crisis situation, and the directions for solving the research problem will be focused on the development of a system for diagnosing the crisis situation and the particularities of crisis management based on value, as well as the development of value management models in indigenous corporate practice.
Theoretical significance and the applicative value of the paper are determined by the research and development of the concepts of market value of the enterprise and management of the enterprise value; elaboration of models for diagnosing the crisis situation within the company; foundation of the methodological peculiarities of the management of the value of the enterprise in the recovery of the local enterprises; highlighting the problems and restrictions in the value management of enterprises in the practice of the Republic of Moldova.
The models proposed in the thesis will contribute to the operationality of crisis situations detecting, locating the area of influence and finding solutions to overcome them.
Implementation of scientific results: the most important results of the research were accepted for implementation by the domestic industrial companies, such as: "Incomlac" JSC, "Moldagrotehnica" JSC, "Floarea Soarelui" JSC, "Magistrala" JSC, "Electromontaj-Nord", etc.

АННОТАЦИЯ
к диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук
«Управление стоимостью - инструмент восстановления предприятия в условиях кризиса»
Бешлиу Юрий, специальность: 521.03. Экономика и менеджмент, Кишинев, 2019

Структура диссертации: введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография, состоящая из 184 наименований, 47 приложения. Работа изложена на 170 страницах основного текста и содержит 28 таблиц, 49 рисунков и 41 формулу. Исследования отражены в 16 научных публикациях объемом в 9,25 авторских листов.

Ключевые слова: управление, стоимость, оценка, стоимость компании, управление стоимостью компании, оценка стоимости компании, кризисная ситуация, метод дохода, метод затрат, рыночный метод, модели управления стоимостью, эконометрическая модель, модель стратегического управления стоимостью, модель оперативного управления стоимостью, модель устойчивого роста, устойчивый темп роста.

Область исследования: финансовый менеджмент, управление стоимостью предприятия.

Цель исследования: выявить, разработать и применить механизм управления стоимостью в кризисной ситуации.

Задачи исследования: концептуальное изучение понятий «стоимости» и «управления стоимостью компании», оценка роли и влияния финансовой деятельности на стоимость компании; изучение показателя стоимости предприятия с точки зрения его значимости для развития предприятия, анализ существующих теорий и базовых моделей управления стоимостью предприятия; исследование кризисных ситуаций в деятельности предприятия, определение роли и особенностей восстановления кризисной ситуации в системе управления финансами с помощью теории стоимости предприятия; разработка механизмов диагностики кризисной ситуации и особенностей антикризисного управления на основе принципов стоимости в соответствии с этапом жизненного цикла предприятия; выявление моделей управления стоимостью компании и исследование особенностей применения в отечественной корпоративной практике; выявление и анализ проблем в оценке и управлении стоимостью молдавских предприятий и предложение решений относительно восстановления предприятий; разработка рекомендаций по совершенствованию процесса принятия решений с точки зрения стоимости компании.

Научная новизна иследования: разработка понятий «рыночная стоимость предприятия», «стоимость предприятия» и «управление стоимостью предприятия» через финансовое измерение деятельности предприятия; аргументация механизма выявления стадии организационного кризиса; аргументация механизма управления преодолением кризисных ситуаций с точки зрения стоимости компании; обоснование системы управления стоимостью предприятия в кризисной ситуации; выявление механизма установления критической точки наступления кризиса на предприятии и утверждение методологии диагностики кризисной ситуации; обоснование векторов принятия решений в антикризисном управлении на разных этапах жизненного цикла предприятия; выявление модели оперативного и стратегического управления стоимостью предприятия; разработка и апробация эконометрической модели для оценки стоимости местных компаний; разработка и применение модели для оценки оптимальной структуры капитала, применимой в условиях Республики Молдова; разработка и обоснование процесса принятия решений по восстановлению кризисной ситуации с точки зрения стоимости компании.

Важная научная проблема решаемая в области исследования заключается в научно-методическом основании механизма управления стоимостью при восстановлении компании в кризисной ситуации, а направления решения исследовательской проблемы будут направлены на разработку системы диагностики кризисной ситуации и особенности антикризисного управления на основе стоимости, а также разработка моделей управления стоимостью в отечественной корпоративной практике.

Теоретическая значимость и прикладная ценность работы определяются исследованием и разработкой концепций «рыночной стоимости предприятия» и «управления стоимостью предприятия»; разработка моделей для диагностики кризисной ситуации; обоснование методологических особенностей управления стоимостью предприятия; выделение проблем и ограничений в управлении стоимостью предприятий в практике Республики Молдова. Модели, предложенные в диссертации, будут способствовать оперативности выявления кризисных ситуаций, определения области влияния и поиска решений для их преодоления.

Внедрение научных результатов: наиболее важные результаты исследований были приняты к внедрению отечественными промышленными предприятиями, такими как: «Incomlac» A.O., «Moldagrotehnica» A.O., «Floarea Soarelui» A.O., «Magistrala» A.O., «Electromontaj-Nord» A.O. и др.

INTRODUCERE

Actualitatea și importanța temei de cercetare. Instabilitatea economiei Republicii Moldova pe fonul crizelor financiare mondiale necesită o nouă abordare a proceselor financiare și manageriale, adoptarea de noi modele și strategii de gestiune financiară, care vor permite găsirea reperelor pentru menținerea și creșterea valorii întreprinderilor autohtone în condiții de criză. Actualitatea dezvoltării metodologiei de gestiune a valorii este amplificată de procesele de cotitură care s-au realizat în perioada crizei financiare globale. Dinamica imprevizibilă a pieții, lupta de concurență dură, multitudinea normelor și actelor legislative, creează întreprinderilor moldovenești nenumărate piedici în calea dezvoltării lor. În aceste condiții, inovațiile conceptuale în gestiunea financiară a întreprinderii devin tot mai actuale pentru întreprinderile autohtone.

Actualmente de către savanții economiști din întreaga lume este recunoscut faptul că scopul fundamental al gestiunii financiare a întreprinderii îl constituie maximizarea valorii, care presupune construirea unui sistem eficient de gestiune orientat spre atingerea acestui scop.

În țara noastră există de mai mulți ani o tradiție de analiză a întreprinderii în baza coeficienților care pot fi calculați din datele rapoartelor financiare, dar nivelul de influență a acestor indicatori asupra valorii întreprinderii nu este cercetat, cu atât mai mult nu este cercetat rolul gestiunii valorii în redresarea întreprinderilor în situație de criză. De aceea, autorul vrea să sublinieze că în prezenta lucrare s-a evitat tratarea unilaterală a gestiunii valorii întreprinderii. Teza îmbină în sine aspectul gestiunii valorii cu gestiunea întreprinderii în situație de criză.

La etapa actuală, importanța gestiunii valorii este dictată de necesitatea unei administrări eficiente a unităților economice, de soluționare a tuturor problemelor financiare existente în cadrul întreprinderii, de a lua decizii optime și de a găsi legitățile care ne-ar permite să mărim eficiența funcționării întreprinderii în situație de criză. De asemenea, importanța acordată gestiunii valorii este condiționată de lipsa unei piețe de capital dezvoltate, care ne-ar permite să judecăm despre valoarea unei sau altei întreprinderi în baza prețului de piață al acțiunilor.

Ținând cont de aceste probleme, am conceput prezenta lucrare ca o cercetare asupra problemelor metodologice de gestiune a valorii întreprinderii și utilizare a valorii în redresarea financiară a întreprinderilor aflate în situație de criză.

Gradul de studiere a problemei. Gestiunea valorii întreprinderii constituie o temă relativ nouă pentru știința și practica autohtonă. De cercetarea noțiunii de valoare sub aspect financiar s-au ocupat savanții autohtoni A. Secrieru, D. Moldovanu, S. Albu, autorii români P. Bran, I. Ioniță, autorii ruși A. Greaznova, M. Fedotova, autorii occidentali F. Evans, D. Bishop ș.a.

Cercetarea noțiunii de valoare a întreprinderii în aspect financiar a fost realizată în lucrările savanților autohtoni N. Băncilă, S. Albu, L. Cobzari, V. Savciuc și cele ale savanților occidentali F. Modigliani, M. Miller, J. Ohlson, V. Rutgayzer, Z. Bodie, R. Merton.

În prezent aspectele teoretice și practice ale gestiunii valorii întreprinderilor au căpătat rezonanță în lucrările unor asemenea autori occidentali ca: A. Damodaran, T. Copeland, J. Murin, T. Koller, S. Pratt, C. Walsh, W. Sharp, F. Modigilliani, M. Miller, D. Ross, G. Alexander. Autorii români și ruși examinează în lucrările lor doar aspectele legate de evaluarea întreprinderilor (S. Stan, G. Băilești eanu, I. Ioniță, I. Vasilescu, Iș fănescu, I. Egherev, S. Mordașev, A. Greaznova, M. Fedotova, V. Livșiț, V. Efremova). Autorii moldoveni (L. Cobzari, N. Băncilă, N. Burlacu, L. Babii, S. Albu, V. Balanuța, R. Hîncu, G. Ulian, R. Perciun, C. Tcaci, V. Savciuc), studiind aspectele financiare ale organizațiilor își concentrează atenția asupra problemelor estimării valorii și problemelor de diagnosticare financiară în vederea soluționării unor probleme financiare specifice.

Totodată gradul de studiere pe plan național și internațional a gestiunii valorii întreprinderilor nu acoperă întreaga problematică, și anume: utilizarea mecanismului de gestiune a valorii în depășirea situațiilor de criză și asigurarea unei dezvoltări sustenabile a întreprinderii; stabilirea mecanismului de diagnosticare prematură a situației de criză.

Actualitatea teoriei gestiunii valorii întreprinderii, lipsa unei abordări unice față de problema gestiunii valorii, precum și cercetarea ei insuficientă sub aspectul redresării întreprinderii în situație de criză, au determinat scopul și obiectivele tezei de doctorat.

Scopul cercetării constă în identificarea, dezvoltarea și aplicarea mecanismului de gestiune a valorii în situație de criză.

Pentru realizarea scopului propus, au fost stabilite următoarele obiective:

– studierea conceptuală a noțiunilor de valoare și gestiune a valorii întreprinderii, aprecierea rolului și impactului activității financiare asupra valorii întreprinderii;

– examinarea indicatorului valorii întreprinderii prin prisma importanței acestuia pentru dezvoltarea întreprinderii, analiza teoriilor și modelelor de bază existente în vederea gestiunii valorii întreprinderii;

– cercetarea situațiilor de criză în activitatea întreprinderii, determinarea rolului și particularităților redresării situației de criză în sistemul managementului financiar prin prisma teoriei valorii întreprinderii;

– elaborarea mecanismelor de diagnosticare a situației de criză și a particularităților gestiunii crizei în baza principiilor valorii în funcție de etapa ciclului de viață a întreprinderii;

– identificarea modelelor de gestiune a valorii întreprinderii și cercetarea particularităților aplicării în practica corporativă autohtonă;

– identificarea și analiza problemelor în evaluarea și gestiunea valorii întreprinderilor din Republica Moldova și propunerea soluțiilor privind redresarea întreprinderilor autohtone;

– elaborarea recomandărilor de perfecționare a procesului decizional prin optica valorii întreprinderii.

Obiectul cercetării îl constituie activitatea întreprinderilor industriale din Republica Moldova și, în special, gestiunea valorii acestora pentru elaborarea modelelor de gestiune operativă, strategică și econometric în procesul de conducere a întreprinderilor. Au fost selectate 32 de societăți pe acțiuni, cele mai reprezentative pentru sectorul industrial autohton și economia Republicii Moldova, care au format baza pentru fundamentarea practică a ipotezelor examinate în teză și posibilitatea perfecționării utilizării gestiunii valorii în redresarea întreprinderilor autohtone.

Metodologia cercetării științifice. Suportul metodologic al cercetării se compune din rezultatele cercetărilor fundamentale și aplicative ale specialiștilor străini și autohtoni în domeniul teoriei financiare, gestiunii valorii întreprinderii, modelelor de evaluare a întreprinderii, precum și teoriilor cu privire la situațiile de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii. În procesul cercetării s-a ținut cont și de opiniile analiștilor practicieni, cu care am colaborat pe parcursul cercetării efectuate la tema tezei.

Pentru atingerea scopului și obiectivelor cercetării au fost studiate actele legislative și normative ale Republicii Moldova, materialele conferințelor științifice și seminarelor, literatura de specialitate în domeniu, precum și activitatea practică a întreprinderilor ce au constituit obiectul cercetării.

În procesul realizării obiectivelor propuse spre cercetare, au fost utilizate așa metode de cercetare științifică precum: analiza și sinteza la problemele privind gestiunea valorii întreprinderii, modelarea, gruparea, metoda grafică, precum și metodele de analiză economico-financiare, cum ar fi: metoda clasică de analiză pe verticală, orizontală, metoda ratelor financiare. Pentru realizarea cercetărilor empirice au fost utilizate metodele analizei statistice și econometrice a datelor întreprinderilor cercetate.

Noutatea științifică a investigației cuprinde următoarele elemente:

– dezvoltarea conceptelor de „valoare de piață a întreprinderii”, „valoare a întreprinderii” și „gestiune a valorii întreprinderii” prin prisma dimensiunii financiare a activității întreprinderii;

– argumentarea mecanismului de identificare a etapei crizei organizaționale în funcție de evoluția indicatorilor valorii;

– argumentarea mecanismului gestiunii depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii;

– fundamentarea și argumentarea sistemului managerial de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză format din 3 nivele de bază: sistemul de monitorizare a valorii, sistemul de pilotaj al valorii și sistemul de control al valorii;

– identificarea mecanismului de stabilire a punctul critic de apariție a crizelor în cadrul întreprinderii și aprobarea metodologiei de diagnosticare a situației de criză în baza a două criterii: metodele de evaluare a întreprinderii și profitul economic;

– argumentarea vectorilor decizionali în gestiunea crizelor la diferite etape ale ciclului de viață a întreprinderii, care vor putea fi utilizați în calitate de instrument managerial de către conducătorii întreprinderilor autohtone;

– identificarea modelului de gestiune operativă și modelului de gestiune strategică a valorii întreprinderii;

– elaborarea și testarea modelului econometric de estimare a valorii întreprinderilor autohtone, în baza căruia a fost stabilită legătura între capitalizarea de piață a întreprinderilor autohtone și indicatorii situației financiare a întreprinderii;

– elaborarea și aplicarea modelului de estimare a structurii optime a capitalului, aplicabil în condițiile Republicii Moldova;

– elaborarea și argumentarea procesului decizional de redresare a situației de criză prin optica valorii întreprinderii.

Valoarea teoretică și aplicativă a tezei rezultă din recomandările formulate de autor, implementarea cărora poate contribui la îmbunătățirea metodelor de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză și asigurarea unei dezvoltări sustenabile. Dintre acestea cele mai importante sunt:

– cercetarea și dezvoltarea conceptelor de valoare de piață a întreprinderii, valoare a întreprinderii și gestiune a valorii întreprinderii;

– elaborarea modelelor de diagnosticare a situației de criză în cadrul întreprinderii;

– fundamentarea particularităților metodologice ale gestiunii valorii întreprinderii în redresarea întreprinderilor autohtone;

– evidențierea problemelor și restricțiilor în gestiunea valorii întreprinderilor în practica Republicii Moldova.

Modelele propuse în cadrul tezei vor contribui la operativitatea depistării situațiilor de criză, localizării ariei de influență și găsirea soluțiilor de depășire a acestora.

Rezultatele cercetărilor efectuate vor putea fi utilizate în activitatea practică a întreprinderilor industriale, firmelor de audit și consulting, a organizațiilor profesionale independente, în sistemul de instruire a cadrelor din economia națională și a studenților din instituțiile de învățământ superior cu profil economic etc.

Problema științifică importantă soluționată în domeniul de cercetare constă în fundamentarea științifică și metodologică a mecanismului de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză, iar direcțiile de soluționare a problemei de cercetare vor fi axate pe dezvoltarea unui sistem decizional de gestiune a valorii pentru întreprinderile în situație de criză, axat pe diagnosticarea situației de criză și particularităților gestiunii crizei în baza valorii, precum și dezvoltarea modelelor de gestiune a valorii în practica corporativă autohtonă.

Implementarea rezultatelor. Elaborările metodologice și recomandările practice au fost acceptate spre implementare de către întreprinderile industriale autohtone, precum: „Incomlac" SA., „Moldagrotehnica" SA., „Floarea Soarelui" SA., „Magistrala" S.A., „Electromontaj-Nord" S.A., etc

Aprobarea rezultatelor investigației. Abordările teoretice, elaborările metodologice și recomandările practice elucidate în teză au fost expuse în 16 lucrări științifice, publicate în reviste de specialitate din țară și de peste hotare, precum și în culegeri ale manifestărilor științifice, în volum total de circa 9,25 c.a..

Principalele teze și rezultate ale cercetărilor au fost prezentate în cadrul diverselor conferințe științifice și seminare internaționale și naționale, din țară și străinătate, din care menționăm:

a) conferințe științifice naționale:

– Simpozionului Științific al Tinerilor Cercetători, ASEM - 2017 (Ediția a XV-a), 28-29 aprilie 2017.

– Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători" ediția a VI-a, Universitatea Academiei de Științe a Moldovei (UnAȘM), 15 iunie 2017, Chișinău.

– Colocviul Științific „Orientări actuale în cercetarea doctorală", Ediția a VII-a, 07 decembrie 2017, Universitatea de Stat „Alecu Russo" din mun. Bălți.

– Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători” ediția a VII-a, Universitatea Academiei de Științe a Moldovei (UnAȘM), 15 iunie 2018, Chișinău.

b) conferințe științifice internaționale:

– Conferința științifică internațională „Asigurarea viabilității economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE, Universitatea de Stat „Alecu Russo”, Bălți, Republica Moldova, 16-17 septembrie 2016.

– Conferința științifico-practică internațională, dedicată aniversării de 26 ani de la fondarea Universității de Stat din Comrat, 10 februarie 2017

– Conferința științifică internațională „Contabilitatea și finanțele – limbaje universale ale afacerilor”, Ediția a II-a, 17 martie 2017, Universitatea „Constantin Brâncoveanu” din Pitești, Centrul de cercetări financiar-contabile Pitești.

– International scientific and practical conference „Cross-border regional development in the system of cross-border cooperation”, April 27-28, 2017, Chernivtsi (Ukraine).

– Conferința științifică internațională „Perspectivele și problemele integrării în Spațiul European al Cercetării și Educației”, Universitatea de Stat „Bogdan Petriceicu Hașdeu”, 7 iunie 2017, Cahul.

– Conferința științifică internațională „Asigurarea viabilității economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE, 15-16 septembrie 2017, Universitatea de Stat „Alecu Russo”, Bălți, Republica Moldova.

– Conferința Științifică Internațională „Competitivitatea și inovarea în economia cunoașterii”, 22-23 septembrie 2017, ASEM, Chișinău.

– Conferința internațională științifico-practică, Ediția a XII-a „Creșterea economică în condițiile globalizării”, Institutul Național de Cercetări Economice, 12-13 octombrie 2017, Chișinău.

– Annual International Scientific Conference Financial and Monetary Economics - FME 2017, Organized by the Centre for Financial and Monetary Research „Victor Slăvescu”, 5th Edition, October 27th, 2017, Bucharest, Romania.

– Conferința Științifică Internațională „Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere”, ediția a-XIII-a, Iași, 10 noiembrie 2017, Institutului de Cercetări Economice și Sociale „Gh. Zane”, Academia Română.

– Conferința științifică internațională „Contabilitatea și finanțele – limbaje universale ale afacerilor”, Ediția a III-a, 23 martie 2018, Universitatea „Constantin Brâncoveanu” din Pitești, Centrul de cercetări financiar-contabile Pitești.

– Conferința științifică internațională „Aspecte ale dezvoltării potențialului economico-managerial în contextul asigurării securităţii naţionale”, 30 noiembrie-01 decembrie 2018, Universitatea de Stat „Alecu Russo”, Bălți, Republica Moldova.

Structura lucrării. Urmărind scopul și sarcinile propuse spre cercetare am convenit la structurarea logică a tezei, care constă din introducere, trei capitole, concluzii și recomandări, bibliografie și anexe.

În **Introducere** este argumentată actualitatea temei de cercetare, sunt formulate obiectivele, sarcinile și obiectul investigațiilor, este prezentată o caracterizare succintă a lucrării, subliniindu-se noutatea științifică și valoarea ei aplicativă.

În **primul capitol „Bazele teoretice ale gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză”** sunt abordate aspectele conceptuale privind valoarea și gestiunea valorii întreprinderii, sunt prezentate principalele teorii și modele privind gestiunea valorii întreprinderii și evoluția acestora. Pentru a dezvolta aspectele gestiunii valorii întreprinderii aflate în situație de criză, s-a realizat o abordare integrată a proceselor generatoare de valoare cu etapele procesului de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii.

În **capitolul 2 „Particularitățile metodologice ale gestiunii valorii în redresarea financiară a întreprinderilor”** sunt prezentate elementele sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, și anume mecanismul de diagnosticare a intrării întreprinderii în criză, particularitățile gestiunii crizei în baza valorii în dependență de etapa ciclului de viață a întreprinderii, aspecte privind aplicarea în practica autohtonă a modelelor de gestiune operativă și strategică a valorii întreprinderii. Totodată, a fost realizat un model econometric, care a stabilit existența unei legături între valoarea fundamentală a capitalului propriu și capitalizarea de piață a întreprinderilor industriale autohtone.

Capitolul 3 „Perfecționarea mecanismului financiar de gestiune a valorii în întreprinderile din Republica Moldova” cuprinde examinarea problemelor și restricțiilor în evaluarea și gestiunea valorii întreprinderilor din Republica Moldova, sunt stabilite direcțiile politicii de finanțare în redresarea valorii întreprinderilor autohtone și sunt propuse direcțiile de perfecționare a procesului decizional prin optica valorii întreprinderii.

În **Concluzii generale și recomandări** sunt expuse concluziile formulate în rezultatul cercetării și sunt înaintate recomandări practice în vederea redresării întreprinderii prin optica valorii.

1. BAZELE TEORETICE ALE GESTIUNII VALORII ÎNTREPRINDERII ÎN SITUAȚIE DE CRIZĂ

1.1. Aspecte conceptuale privind valoarea întreprinderii

În condițiile instabilității situației economice, indicatorul de bază în evaluarea nivelului de dezvoltare stabilă a întreprinderii, competitivității sale și echilibrului intereselor diferitor participanți ai relațiilor de piață este valoarea întreprinderii. Această afirmare este argumentată de faptul că valoarea întreprinderii integrează principalii indicatori economici și financiari, care reflectă pe deplin procesele de business interne și mediul său extern.

Noțiunea de valoare ca categorie economică a fost permanent în centrul atenției științei economice și e legată 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 ale acestei noțiuni complexe și contradictorii. 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.

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, care se deosebesc esențial prin metodologia de cercetare. O analiză și sistematizare a evoluției teoriilor cu privire la valoare este prezentată în anexa nr. 1 la prezenta lucrare.

O schimbare revoluționară în abordarea proceselor de obținere a valorii s-a produs la sfârșitul secolului XIX odată cu apariția unei noi ramuri a fizicii, numite termodinamica, și a unei noi legi – legea entropiei. Conform legii entropiei, căldura se deplasează de la sine într-un singur sens, de la corpurile mai calde spre cele mai reci. Astfel, s-a ajuns la concluzia că există fenomene care nu pot fi explicate cu ajutorul principiilor mecanicii clasice sau a mișcării, iar semnificația conceptului de valoare și-a fundamentat raționamentele pe principiile termodinamicii. Printre cercetătorii care au studiat teoria valorii entropice menționăm G. Helm, L. Winarski, N. Georgescu-Roegen, P. Bran ș.a.

Conform teoriei valorii entropice, valoarea reprezintă transformarea energiei biologice cu aplicarea diverșilor coeficienți de transformare. Respectiv, valoarea se obține în cadrul unui proces în care energia liberă își pierde calitatea, transformându-se în energie legată, pe care nu o mai putem folosi în același scop.

Prin urmare, sintetizăm două abordări ale valorii în teoria economică. Specificul acestor abordări reiese din ramura fizicii și formează baza înțelegerii și explicării proceselor economice, și anume: mecanica clasică și termodinamica.

Conform Noului Dicționar Universal al Limbii Române, valoarea reprezintă „caracterul evaluabil al unui obiect susceptibil de fi schimbat sau vândut" [66].

Cercetând evoluția teoriilor valorii, putem constata că fiecare teorie prezintă nu numai valoare teoretică, dar și o importanță practică. Nu vom exagera dacă afirmam că multe din ideile expuse pe parcursul ultimelor secole, au constituit baza concepției contemporane de valoare a întreprinderii. Dar totuși, majoritatea realizărilor importate în teoria valorii întreprinderii în ultimii cincizeci de ani e legată de domeniul finanțelor.

Constatăm faptul că teoria economică s-a structurat recunoscând importanta problemei valorii. În acest context, profesorul autohton Angela Secrieru menționează că „nu există un alt domeniu al științei economice mai complex și mai bogat în implicații majore, mai practic și, totodată, mai filosofic, mai actual, dar și mai disputat decât acela al valorii economice" [75, p. 23]. Totodată, savantul Joseph Schumpeter a scris: „principiul explicativ central al oricărui sistem de teorie economică este întotdeauna o teorie a valorii" [126, p. 32].

O contribuție fundamentală în cercetarea noțiunii de valoare a fost adusă de savantul român Paul Bran în lucrarea sa „Economica valorii" [27], care formulează mecanismele de obținere a valorii, bazat pe legea conservării energiei și legea entropiei[1]. Paul Bran consideră că valoarea este „rezultat al unor procese complexe de transformări, conservări și transferuri reunite în stările dinamice de producție, consum, lichidare" [27].

După cercetătorul Paul Bran, mecanismul de obținere a valorii derulează după următorul program:

- atragerea de potențial din procese care au loc fie în afara întreprinderii (procese din mediu și din societate), fie din procesul de consum în care a intrat întreprinderea în perioada t_0, când elementele sale interne „s-au încărcat" cu potențial economic tip servicii;

- prelucrarea de potențial atras (procese naturale, procese sociale și procese economice de tip consum) conform principiilor și legilor specifice producției, obținând-se, în limita determinată de coeficientul de transformare, potențial economic de tip produs și pierderi entropice;

[1] Legea conservării materiei determină ca în procesul mișcării materiei nimic să nu se câștige, nimic să nu se piardă, totul să se transforme.
Conform legii entropiei, orice proces care are loc într-un sistem deschis (cum este omul, întreprinderea sau societatea), ieșirile din sistem sunt întotdeauna subunitare în raport cu intrările, datorită pierderilor obiective în mediul înconjurător.

- urmează procesul de consum din momentul t. Acest proces preia potențialul tip produs și îl transformă conform principiilor consumului la un randament permis de coeficientul de transformare. Din acest proces rezultă potențial economic tip serviciu și pierderi entropice;

- mecanismul de obținere a valorii cuprinde încă un proces de producție din t_n, unde potențialul tip servicii ieșit din procesul de consum anterior se retransformă și reconservă în dimensiunile valorice ale unui nou produs la nivelul permis de coeficientul de transformare. Nivelul rămas din potențialul intrat în momentul t_0 îl considerăm suportul fizic real al valorii produsului obținut în procesul de producție din t_1.

În contextul prezentei teze de doctorat, o importanță deosebită prezintă cercetarea dimensiunii financiare a conceptului de „valoare", care ne va permite să depistăm legitățile de obținere a valorii din perspectiva teoriei financiare în scopul elaborării ulterioare a mecanismelor de gestiune a valorii.

Studiind aspectul financiar al noțiunii de „valoare", menționăm definiția profesorului român Ion Ioniță în lucrarea sa „Evaluarea sistemelor tehnico-economice" [52, p. 12] care menționează că „valoarea reflectă imaginea de piață a beneficiilor, ce aparțin celui care stăpânește bunurile sau primește serviciile la momentul evaluării".

Cercetătorul autohton Angela Secrieru, în teza sa de doctor habilitat cu tema „Influențe al reformelor economice asupra finanțelor unităților economice" subliniază natura financiară a valorii prin afirmația: „încasarea veniturilor de la obținerea valorii este una dintre cele două alternative pe care le au indivizii în acțiunile lor economice. Cea de-a doua este să încaseze venituri de la înstrăinarea/sustragerea activelor" [75, p. 35].

Cercetătorii ruși Alla Greaznova și Marina Fedotova în lucrarea sa „Оценка Бизнеса" [142, p.25] conturează latura financiară a 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 sub aspect economic și financiar este oferită de factorii pieței: factorul timp, factorul risc, venitul, mărimea investiției, conjuncturа 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" [181, p. 21], 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 atractivă. Astfel, riscul reprezintă o variabilă obligatorie, utilizată pentru a stabili în mod adecvat valoarea de piață și valoarea investițională a fluxurilor monetare viitoare.

Trecând la o abordare practica a noțiunii de valoare, constatăm că în literatura de specialitate sunt folosite mai multe tipuri de valoare, numite și standarde ale valorii sau baze de evaluare, fiecare cu definiții specifice. Cel mai utilizat tip de valoare este valoarea de piață, iar celelalte tipuri de valoare sunt utilizate în situații speciale și în circumstanțe identificate și explicate.

În conformitate cu Legea Republicii Moldova cu privire la activitatea de evaluare nr. 989-XV din 18.04.2002 (cu modificări și completări ulterioare), *valoarea de piață* este definită drept „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 liberă, în care fiecare parte va acționa competent, cu prudența necesară și neconstrâns" [56]. De asemenea, în legea sus-menționată sunt prezentate obiectele care pot fi supuse evaluării:

a) bunurile mobile, bunurile imobile și drepturile asupra lor;

b) activele nemateriale – drepturile asupra obiectelor proprietății industriale, drepturile de autor, drepturile asupra resurselor naturale etc.;

c) întreprinderile în calitate de complexe patrimoniale;

d) afacerea (business-ul);

e) valorile mobiliare, obligațiile debitoare și creditoare;

f) lucrările și serviciile, informația;

g) alte obiecte.

Aceeași definiție, fără schimbări esențiale, este dată și în Standardele Profesionale Europene de Evaluare [86] și definiția comună a autorității internaționale și europene în domeniul standardelor de evaluare International Evaluation Standards Committee (IVSC) [40] și The European Group of Valuers Associations (TEGoVA) [88], însă ele definesc și alte tipuri de valoare pentru obiectul evaluat, diferită de valoarea de piață, care sunt prezentate în figura 1.1, iar principalele definiții ale acestora sunt prezentate în anexa 2.

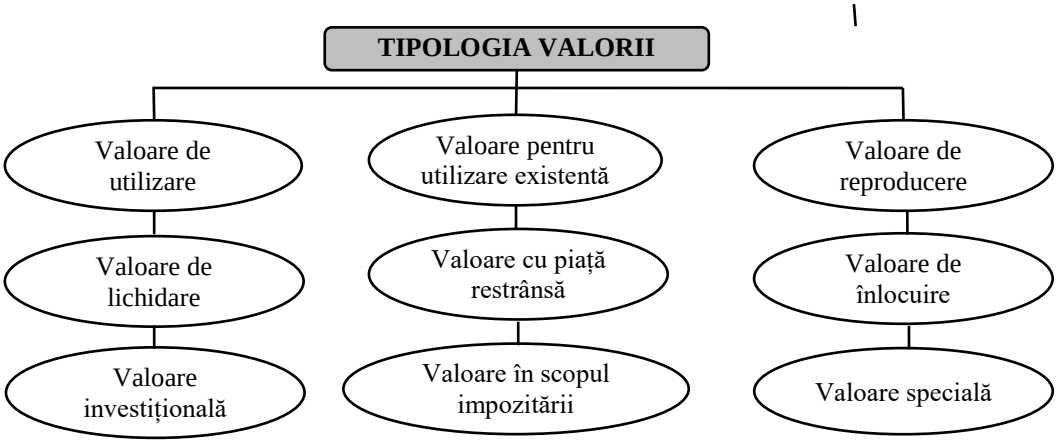


Figura 1.1. Tipuri de valoare diferite de valoarea de piață

Sursa: adaptată de autor în baza sursei [54, 84].

În urma analizei diverselor tipuri de valoare, sintetizăm că în dependență de scopul evaluării și cantitatea factorilor incluși, evaluatorul va estima fie valoarea de piață, fie valoarea diferită de valoarea de piață. Prin urmare, alegerea unui sau altui tip de valoare este dictată de scopul evaluării.

În vederea atingerii scopurilor trasate în cadrul prezentei cercetări, un concept economic pe care tindem să-l concretizăm este valoarea întreprinderii.

În cadrul prezentei cercetări, sub noțiunea de întreprindere vom subînțelege orice formă de organizare a activități economice, corporativă și necorporativă, care poate fi obiect al vânzării-cumpărării pe piață, autonomă patrimonial și autorizată potrivit legilor în vigoare, creată în scopul obținerii de profit prin producerea de bunuri materiale și vânzarea acestora pe piață sau prin prestări de servicii, în condiții de concurență.

Luând în considerare faptul că în contextul prezentei teze, întreprinderea poate fi obiect al vânzării-cumpărării, adică este considerată drept marfă, în continuare, în vederea extinderii esenței conceptului de valoare a întreprinderii, vom prezenta caracteristicele 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.

Luând în considerare realizările considerabile în știință în ultimii anii, actualmente un interes deosebit prezintă unificarea aparatului conceptual privind valoarea întreprinderii prin optica teoriei finanțelor și identificarea acestuia în știința financiară autohtonă și străină. Studiind opiniile cercetătorilor din domeniu, autorul a ajuns la concluzia că modurile de formare a valorii întreprinderii sunt diverse și au la bază diverse concepte și teorii financiare. În continuare vom prezenta opiniile unor cercetători remarcabili din domeniu.

Astfel, conform teoriei finanțelor corporative, valoarea economică a oricăror investiții este determinată de suma valorii actualizate a fluxurilor monetare viitoare. Bazându-se pe afirmația teoretică dată, majoritatea cercetătorilor (A. Damodaran, R. Braily, S. Mayers ș.a.) sub noțiunea de valoare a întreprinderii înțeleg utilitatea (sub formă de fluxuri viitoare) generată de toate activele 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” [119, p. 261-297], 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 valorii 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” [164, p. 54].

În același timp, profesorul Universității din Boston Zvi Bodie și laureatul Premiului Nobel Robert Merton [134], 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” [52].

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” [54]. Acest concept este definit similar în Standardele Internaționale și cele Europene [86, 88].

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” [88].

În teza sa de doctor habilitat cu tema „Teoria și practica de evaluare a unităților economice în baza cerințelor actuale bancare” [13], cercetătorul autohton Natalia Băncilă menționează că „întreprinderea poate fi privită din două puncte de vedre care influențează valoarea: pe de o parte – ca o sumă de active, care reprezintă valori materiale și pot fi urmărite de potențialii finanțatori (bănci comerciale), pe de altă parte – ca o entitate economică cu capacitatea de a genera profituri viitoare, acest aspect fiind de o importanță majoră, în primul rând, pentru investitori”. De asemenea, profesorul autohton afirmă că „valoarea întreprinderii trebuie să permită remunerarea satisfăcătoare a tuturor celor implicați în operațiunile și activitățile întreprinderii, fiind o componentă foarte importantă a vieții economice” [13].

Din definițiile prezentate mai sus, putem remarca că conceptul de valoare a întreprinderii este definit în mod diferit de diverși cercetători, unii consideră că valoarea întreprinderii este determinată de valoarea activelor de care dispune întreprinderea, alții - de posibilitățile de

utilizare eficientă a activelor date, cu scopul de a genera fluxuri monetare stabile și crescătoare. Prin urmare, menționăm că un element comun al tuturor definițiilor este aspectul financiar al conceptului de valoare a întreprinderii, care adițional demonstrează ca valoarea întreprinderii este influențată direct de activitatea financiară a întreprinderii. Respectiv în procesul gestiunii întreprinderii și evaluării acesteia, 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. Însă, constatăm că în cadrul definițiilor cercetate nu este dezvăluit aspectul valorii în calitate de instrument de gestiune a întreprinderii și indicator al succesului activității întreprinderii, care ar crea noi oportunități de utilizare a valorii în procesele decizionale și manageriale ale întreprinderii.

După părerea noastră, un rol important în managementul eficient al întreprinderii de pe pozițiile valorii îi revine definirii conceptului de *valoare a întreprinderii* care, în *viziunea autorului* prezentei teze, constituie *un indicator analitic de estimare a eficienței activității întreprinderii, care caracterizează perspectivele de creștere ale întreprinderii, eficiența gestiunii activelor și pasivelor întreprinderii cu scopul de a genera beneficii stabile și crescătoare pentru proprietari, manageri, angajați, creditori, stat și societate în general*.

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, în particular, și un sistem de gestiune a activității întreprinderii, în general. În viziunea autorului, 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.

În acest context, menționăm că în cadrul activității practicienilor din domeniu este foarte des utilizată noțiunea de valoare de piață a întreprinderii, care, în accepțiunea noastră, conceptual diferă de noțiunea de valoare a întreprinderii. Considerăm important de a delimita aceste două noțiuni, deoarece valoarea întreprinderii este un indicator al eficienței activității întreprinderii, utilizat de către proprietari în scopurile gestiunii întreprinderii și luării deciziilor de gestiune, iar valoarea de piață a întreprinderii este utilizată în procesul de înstrăinare a întreprinderii.

Pentru a contura diferența între aceste concepte, în continuare vom preciza definiția conceptului de *valoare de piață a întreprinderii* care *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.

Pentru a extinde și favoriza completitudinea noțiunii de valoare a întreprinderii sub diferite aspecte, pot fi analizate următoarele tipuri de valoare:

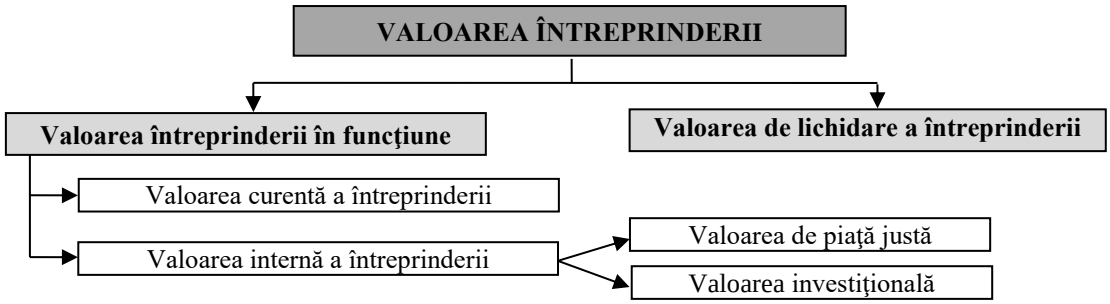


Figura nr. 1.2. Tipologia valorii întreprinderii

Sursa: adaptată de autor în baza sursei [9, 180].

– *valoarea întreprinderii în funcțiune* – este valoarea unei întreprinderi formate ca un sistem integru, ci nu a unei părți componente. Această noțiune presupune că întreprinderea dispune de perspective privind dezvoltarea ulterioară, generează profit, de aceea putem estima păstrarea întreprinderii ca sistem, iar valoarea întregului sistem totdeauna este mai mare decât suma valorilor fiecărui element în parte;

– *valoarea de lichidare a întreprinderii* sau valoarea vânzării forțate – suma de bani care poate fi real primită de la vânzarea întreprinderii în termen destul de scurt pentru a petrece un marketing adecvat. De obicei, reprezintă suma netă pe care proprietarul o poate primi în cazul lichidării întreprinderii și vânzării separate a activelor ei;

– *valoarea curentă a întreprinderii* – mărimea totală a estimărilor participanților la piața valorilor mobiliare, valorii acțiunilor și costului alternativ de la refuzul procurării altor acțiuni. Companiile care nu sunt cotate la bursă nu au o astfel de informație, de aceea evaluarea unor astfel de companii este o sarcină specifică și complexă;

– *valoarea internă a întreprinderii* – este valoarea pe care ar fi avut-o întreprinderea pe piață în urma informării complete despre aspectele și perspectivele activității și lipsa a careva bariere pentru efectuarea operațiunilor cu capitalul propriu al întreprinderii;

– *valoarea de piață justă a întreprinderii* – prețul unei anumite tranzacții de cumpărare a întreprinderii sau a unei cote din întreprindere când ambele părți sunt cointeresate în tranzacție, acționează liber, dispun de informații depline despre condițiile tranzacției și le consideră echitabile;

– *valoarea investițională a întreprinderii* – este valoarea întreprinderii pentru un proprietar sau investitor concret, și presupune cunoștințele, posibilitățile, așteptările, intențiile și planurile privind întreprinderea dată [9, 180].

Spre deosebire de valoarea de piață, valoarea investițională a întreprinderii presupune evaluarea întreprinderii pentru un investitor concret în dependență de cerințele individuale, predispunerea și preferințele sale, adică valoarea investițională reprezintă manifestarea valorii în utilizare, iar valoarea de piață mai mult în schimb.

Evoluțiile economice din ultimii ani au demonstrat că valoarea unei întreprinderi este necesară la elaborarea strategiilor de dezvoltare, soluționarea întrebărilor cu privire la emisia secundară de acțiuni, argumentarea proiectelor investiționale, soluționarea complexă a întrebărilor privind atragerea investițiilor, fuziune, divizare și alte forme de restructurare a întreprinderilor.

Necesitatea stabilirii valorii întreprinderii, cât și a unităților sale operaționale derivă din scopurile urmărite de utilizatorii acesteia, respectiv: investitorii actuali (acționarii) și potențiali, personalul angajat, creditorii, instituțiile specializate ale statului și publicul larg (figura 1.3).

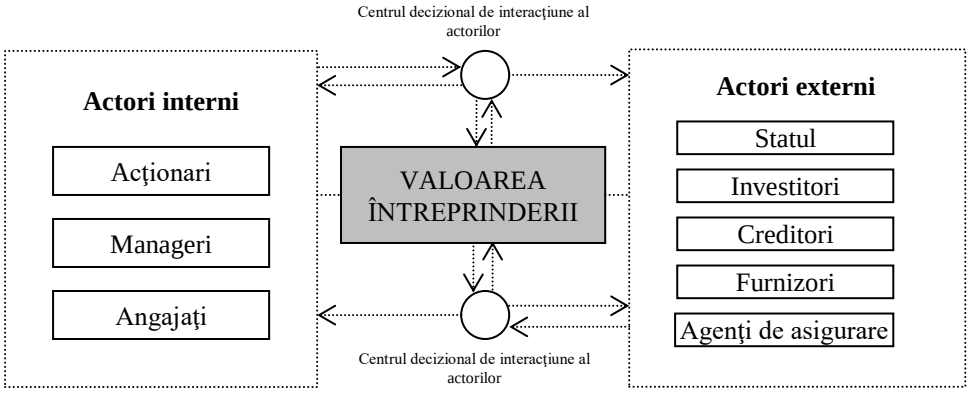


Figura 1.3. Părțile interesate în valoarea întreprinderii

Sursa: adaptată de autor în baza sursei [161]

Acționarii întreprinderii sunt interesați de cunoașterea valorii intrinseci a acțiunilor lor, pentru a decide dacă le păstrează, le vând sau achiziționează alte acțiuni, în majorarea capitalului social etc., de asemenea, acționarii au posibilitatea ca, în urma evaluării unei întreprinderi, să cunoască rentabilitatea reală a capitalului investit (pe baza valorii de piață a capitalului), precum și eficiența echipei manageriale (pe baza creșterii valorii adăugate pentru acționari).

Personalul angajat este interesat de stabilitatea economico-financiară a întreprinderii și de valoarea de piață a acesteia, în scopul aprecierii capacității întreprinderii de a le asigura stabilitatea locului de munca, o creștere adecvată a salariilor și alte avantaje.

Instituțiile specializate ale statului sunt interesate în valoarea întreprinderii pentru diferite scopuri ca: expropriere, trecerea în proprietate publică a unor proprietăți, privatizare, asocieri între proprietatea publica și proprietatea privată.

Investitorii și consultanții lor sunt interesați în plasarea capitalului lor în afaceri profitabile, în achiziții de întreprinderi și active, în fuziuni cu alte firme, în vânzarea unor participații la o întreprindere sau unor active ale acesteia, în efectuarea unor investiții substanțiale în active necorporale (licențe de fabricație, programe informatice etc.).

Creditorii sunt interesați de valoarea de piață a întreprinderii în ansamblul ei, ca și de valoarea de piață a unor active materiale și nemateriale în vederea garantării rambursării creditelor și plății dobânzilor aferente.

Astfel, reieșind din lista tuturor actorilor economici și sociali cu interese directe sau mai puțin directe asupra mărimii valorii întreprinderii, la etapa contemporană asigurarea creșterii valorii capitalului investit este scopul cel mai important al managementului întreprinderii, ce în principiu corespunde tendințelor moderne de gestiune corporativă.

Principalele procese specifice economiei de piață care fac necesară evaluarea întreprinderilor sunt:

1. Creșterea eficienței gestiunii curente a întreprinderii;
2. Determinarea valorii hârtiilor de valoare în cazul vânzării-cumpărării acțiunilor întreprinderii la bursa de valori;
3. Determinarea valorii unei cote-părți din întreprindere în cazul vânzării-cumpărării unei părți din întreprindere;
4. Restructurarea întreprinderii – operațiuni de achiziții, fuziuni, majorări de capital. O evaluare joacă un rol major în achiziția unei companii furnizând o opinie independentă privind valoarea afacerii;
5. Elaborarea planului de dezvoltare al întreprinderii;
6. Determinarea capacității de creditare a întreprinderii și a valorii gajului în scopul creditării;
7. Asigurarea întreprinderii (afacerii), în procesul căreia este necesar de a determina valoarea întreprinderii sau a unor active luate aparte;
8. Impozitare;
9. Luarea deciziilor argumentate de gestiune a întreprinderii;
10. Demararea unui proiect investițional de dezvoltare a întreprinderii;
11. Exproprieri;
12. Dispute între acționari, soți.

În ultimii ani, interesul mediului de afaceri pentru problema evaluării întreprinderii și gestiunii valorii sale este în continuă creștere. Dezvoltarea pieței 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 valorii 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.

Odată cu evoluția criteriilor de eficiență a activității întreprinderii și dezvoltarea modelelor de gestiune a întreprinderii în baza valorii, au evoluat și metodele care stau la baza evaluării întreprinderii. În contextul prezentei cercetări, considerăm necesară abordarea metodelor contemporane de evaluare a întreprinderii, care să scoată în evidență nu numai modul de evaluare a întreprinderii, dar și modul de utilizare a evaluării pentru a lua decizii de gestiune optime. În fiecare stat, reieșind din specificul sistemului de proprietate și particularitățile managementului, există puncte de vedere distincte cu privire la această problemă. De exemplu, în Statele Unite de la conducerea întreprinderii se solicită creșterea maximă a valorii pentru acționari, iar nerespectarea acestei sarcini presupune presiuni din partea Consiliului de administrație, acționari, concurenți. În Europa și Japonia, centrul de greutate este axat pe interesele consumatorilor, furnizorilor, lucrătorilor, guvern, legislatori, proprietari de capital și chiar societății în ansamblu. În aceste țări, maximizarea valorii în beneficiul fiecărui acționar este adesea considerată drept obiectiv pe termen scurt, apreciindu-se ineficient și chiar antisocial. Respectiv, în țările care nu sunt orientate spre maximizarea valorii pentru acționari, investitorii beneficiază de o rentabilitate redusă a capitalului investit, decât în țările cu o așa orientare și, prin urmare, în condițiile globalizării pieței de capital primele vor simți o lipsă de investiții și vor deveni mai puțin competitive la nivel mondial.

Apărute în cultura managementului american, axate pe opinia celor de pe Wall Street, aceste idei sunt utilizate în prezent pe larg de companiile din țările Europei de vest, Canada, Australia, Japonia și în sfârșit iau amploare într-un mediu deosebit, adică în țările cu piața de capital în curs de dezvoltare, ca de exemplu în practica companiilor dintr-un șir de țări din America Latină, sudul Asiei, Turcia. Organizarea activității de evaluare are un specific de la o țară la alta și depinde de tradițiile și normele țărilor respective. Rezultatele cercetării organizării activității de evaluare în diferite țări sunt prezentate în mod sistematizat în anexa 6.

În Republica Moldova, evaluarea și gestiunea valorii unei întreprinderi este bazată pe trei principale abordări: venituri, cheltuieli și comparative. Acestea, de fapt sunt abordări clasice și sunt prezentate în figura 1.4. Fiecare abordare include anumite metode de gestiune și ne permite evidențierea caracteristicilor individuale ale întreprinderii.

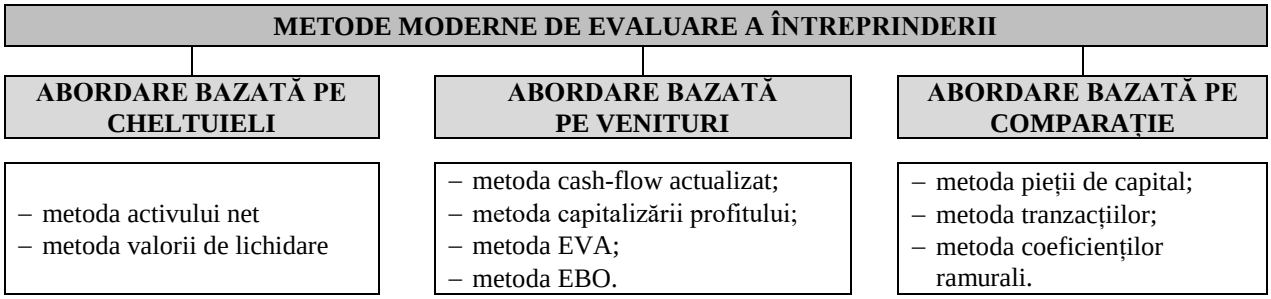


Figura 1.4. Metode de estimare a valorii întreprinderii

Sursa: elaborat de autor în baza sursei [35, 88, 142].

Abordarea pe bază de cheltuieli este cea mai potrivită pentru evaluarea întreprinderilor cu active diverse, inclusiv financiare, precum și atunci când întreprinderea nu generează un venit stabil. Această abordare se bazează pe principiile substituției, celei mai bune și celei mai eficiente utilizări, a echilibrului, a valorii economice și a separării economice. Abordarea pe bază de cheltuieli poate fi elucidată prin următoarele determinante de bază:

1. *Metoda activelor nete*, care determină valoarea de piață a întreprinderii ca diferența între suma valorilor de piață a tuturor activelor întreprinderii și valoarea obligațiilor sale.

2. *Metoda valorii de lichidare*, care se calculează ca diferența între costul total al activelor întreprinderii și cheltuielilor cu lichidarea acesteia.

Abordarea pe bază de venituri pune accentul pe venit în calitate de factor principal în determinarea valorii întreprinderii. Cu cât mai multe venituri generează întreprinderea, cu atât mai mare va fi valoarea sa, care va fi condiționată și de durata perioadei de încasare a venitului, gradul și tipul de risc, aferente întreprinderii evaluate. Abordarea pe bază de venituri reprezintă estimarea valorii curente a veniturilor viitoare, care ar rezulta din activitatea întreprinderii sau din posibila vânzare ulterioară a acesteia. Abordarea pe bază de venituri poate fi dezvăluită prin următoarele metode:

1. *Metoda capitalizării profitului*. Conform acestei metode, valoarea de piață a întreprinderii este determinată prin formula:

$$Valoarea = \frac{P_n}{r}, \qquad (1.1)$$

unde P_n – profitul net anual; r - rata de capitalizare.

Autorul consideră că această metodă este aplicabilă la întreprinderile generatoare de venituri, cu încasări și cheltuieli stabile și previzibile. Însă, principalul dezavantaj este

imposibilitatea utilizării în condițiile actuale ale economiei Republicii Moldova din cauza fluctuațiilor semnificative ale mărimii profiturilor și încasărilor întreprinderilor autohtone.

2. *Metoda fluxurilor de numerar actualizate*, se bazează pe previziunea cash-flow-urilor întreprinderii, care sunt actualizate, utilizând o rată de actualizare corespunzătoare ratei de rentabilitate solicitată de investitor.

3. *Metoda EVA* permite nu numai aprecierea valorii companiei, dar și aprecierea contribuției deciziilor manageriale asupra acestei valori. Indicatorul EVA se determină ca diferența dintre profitul net și costul capitalului propriu utilizat pentru obținerea acestuia. Pe lângă aceasta, costul capitalului utilizat se determină în baza nivelului minim de venit așteptat, necesar pentru a se achita atât cu acționarii, cât și cu creditorii.

În corespundere cu conceptul dat, mecanismul luării deciziilor manageriale este bazat pe conștientizarea faptului că valoarea companiei crește numai atunci, când compania deține un randament înalt al capitalului investit, care să depășească cheltuielile pentru atragerea capitalului. Deoarece calcularea valorii economice adăugate reprezintă, în fond și formă, o operație destul de simplă, EVA poate servi drept indicator al calității deciziilor manageriale la fiecare din etapele dezvoltării întreprinderii.

4. *Modelul EBO* presupune că valoarea întreprinderii se determină prin valoarea curentă (bilanțieră) a capitalului acționar și valoarea actualizată a supraprofiturilor generate de acest capital. Chiar din start, Ohlson a simplificat formula de calcul, propunând principiul informațional al dinamicii liniare. Însă, simplificarea în cauză, a creat anumite limite ale utilizării practice a metodei date. În cazul dat, modelul EBO este predestinat evaluării întreprinderii în următoarele condiții:

– în cadrul întreprinderilor lipsesc investițiile îndreptate spre lărgirea producției (noi investiții de capital și mărirea rotației capitalului);

– ca rezultat, volumul venitului va înregistra creșteri;

– așteptările față de fluxurile viitoare se bazează pe suprapunerea rezultatelor activității pe parcursul a doi ani consecutivi.

În opinia autorului, abordarea pe bază de venituri, de regulă, este metoda cea mai adecvată pentru evaluarea întreprinderii, dar recomandăm să se folosească și abordarea comparativă. Considerăm că în unele cazuri, aceasta poate fi mai precisă și mai eficientă. La general, fiecare dintre cele trei abordări pot fi utilizate pentru a verifica evaluarea obținută pe baza altor abordări.

Studiind sursele bibliografice [29, 35, 85], am identificat că abordarea pe bază de comparație este deosebit de eficientă atunci când:

1. există o piață activă a întreprinderilor comparabile;

2. precizia evaluării depinde de calitatea datelor colectate, astfel încât folosind această abordare, evaluatorul trebuie să colecteze informații fiabile privind vânzările recente de întreprinderi comparabile;

3. datele colectate în acest caz includ: caracteristicile economice, timpul de vânzare, localizarea, condițiile de vânzare și condițiile de finanțare;

4. eficacitatea acestei abordări este redusă în cazul în care nu au fost suficiente tranzacții, sau momentul tranzacției și cel al evaluării sunt despărțite de o perioadă lungă de timp, sau piața este într-o stare anormală, deoarece schimbările rapide de pe piață duc la distorsionarea indicatorilor.

Abordarea comparativă se bazează pe aplicarea principiului substituției. Pentru comparație sunt selectate întreprinderi similare celor evaluate. De obicei, există diferențe între ele, deci, trebuie să se efectueze ajustări corespunzătoare. Abordarea pe bază de comparație include următoarele metode particulare:

1. *Metoda pieței de capital*. Această metodă se bazează pe prețurile de piață a acțiunilor companiilor similare. Investitorul care acționează pe principiul substituției, poate investi fie în aceste companii, fie în cea evaluată. Prin urmare, informațiile despre întreprinderile ale căror acțiuni sunt în vânzare liberă, cu ajustările corespunzătoare, ar trebui să servească drept punct de referință pentru calcularea prețului întreprinderii. Această metodă este folosită pentru evaluarea pachetelor de acțiuni minoritare.

Tabelul 1.1. Analiza comparativă a metodelor de evaluare a întreprinderii

Metoda	Avantaje	Neajunsuri
Cheltuielilor	Consideră impactul factorilor de producție asupra modificării valorii activelor. Evaluează nivelul de dezvoltare al tehnologiilor cu luarea în considerare a uzurii activelor. Calculele se bazează pe documente financiare și contabile, adică rezultatele evaluării sunt mult mai argumentate	Reflectă valoarea trecută. Nu consideră valoarea de piață la data evaluării Nu consideră perspectivele de dezvoltare a întreprinderii Nu consideră riscurile E statică Lipsește legătura cu rezultatele prezente și viitoare în activitatea întreprinderii
Veniturilor	Consideră evoluțiile viitoare ale veniturilor, cheltuielilor Consideră nivelul riscurilor (prin intermediul ratei de discont) Consideră interesele investitorilor	Complexitatea previziunii rezultatelor și cheltuielilor viitoare Posibilitatea utilizării câtorva norme de rentabilitate, ce creează dificultăți în luarea deciziilor Nu consideră conjunctura pețiii Calcule complexe
Comparativă (pieții)	Se bazează pe date reale (de piață) Reflectă practica substanțială a tranzacțiilor de vânzare-cumpărare Consideră impactul factorilor ramurali (regionali) asupra prețului acțiunilor întreprinderii	Caracterizează insuficient particularitățile pregătirii organizaționale, tehnice și financiare a întreprinderii În calcul se ia numai informația retrospectivă Necesită introducerea multor corectări în informația analizată Nu consideră așteptările viitoare ale investitorilor

*Sursa: elaborată de autor în baza [*29, 35, 85*]*

2. *Metoda tranzacțiilor*. Această metodă analizează prețurile de achiziție a pachetelor de control ale companiilor similare.

3. *Metoda coeficienților de ramură*. Această metodă face posibilă calculul valorii aproximative a întreprinderii în bază formulelor derivate din statisticile de ramură.

Fiecare dintre aceste abordări și metode au propriile avantaje și dezavantaje, prezentate în tabelul 1.1, pe care conducerea întreprinderii ar trebui să le ia în considerare atunci când alege o abordare anume pentru stabilirea sau gestiunea valorii întreprinderii.

În baza analizei redate în tabelul 1.1, autorul insistă asupra utilizării tuturor celor 3 abordări în estimarea și gestiunea valorii întreprinderii, deoarece numai în acest caz pot fi excluse dezavantajele unor metode luate aparte și va fi posibilă o abordarea multilaterală a activității întreprinderii, care va permite luarea unor decizii de gestiune bine fundamentate.

1.2. Gestiunea valorii întreprinderii în contextul actual al managementului strategic

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

În definiția managementului strategic, dată de Michael A. Hitt „procesul de management strategic constă în grupul complet de angajamente, decizii și acțiuni necesare pentru ca o firmă să atingă competitivitatea strategică și să câștige venituri peste medie. Competitivitatea strategică este atinsă atunci când o firmă formulează și implementează cu succes o strategie creatoare de valoare. Veniturile peste medie sunt venituri în exces față de ceea ce un investitor se așteaptă să câștige din alte investiții cu un grad de risc similar” [111, p. 257].

Profesorul autohton Angela Secrieru stabilește că maximizarea valorii întreprinderii „trebuie să reprezinte obiectivul financiar fundamental în activitatea agenților economici” [75, p. 69].

Gestiunea valorii întreprinderii este un proces în continuă dezvoltare și depinde în mod direct de progresul tehnologic, creșterea cerințelor față de producție, nivelul de dezvoltare a relațiilor de piață și interesele sociale. Diferența fundamentală între metodele de gestiune poate fi urmărită prin sistemul economic al țării, drept exemplu pot servi metodele de gestiune ale economiei planificate și economiei de piață.

Obiectivele de bază ale managementului întreprinderilor într-o economie de piață sunt destul de diverse, însă se bazează exclusiv pe determinarea indicatorilor de performanță ai întreprinderii și se concentrează pe obiectivul principal, care constă în realizarea profitului, maximizând randamentul capitalului investit.

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

În continuare vom examina indicatorii de bază ai eficienței activității întreprinderilor ce au dominat în secolul XX, prezentați în tabelul 1.2.

Tabelul 1.2. Evoluția indicatorilor eficienței strategice a întreprinderilor în secolul XX

Anii 1920	Rentabilitatea capitalului propriu (modelul Du Pont).
Anii 1970	Profitul net pentru o acțiune, coeficientul raportului prețului unei acțiuni la profitul net.
Anii 1980	Fluxul bănesc (cash-flow), indicatorii valorii.
Anii 1990 - prezent	Indicatorii valorii adăugate – EVA, MVA, SVA, CFROI.

Sursa: adaptat de autor în baza sursei [140, p. 3-42]

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 vânzărilor, 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, multiplicatorul raportului între prețul acțiunilor companiei și profitul ei.

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 în rapoartele 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 (engl. Value Based Management). Scopul principal al acestui sistem este maximizarea valorii întreprinderii (prin prisma unui indicator concret al valorii), care este funcția fluxurilor viitoare ale întreprinderii.

$$Valoarea = f(CF, K) \rightarrow \max, \quad (1.2)$$

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

Implementarea sistemului de gestiune în baza 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 soluționează toate problemele, deoarece rapoartele financiare pot fi veridice, adică 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 profitului 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" [60] a descris profitul rezidual, ca profitul proprietarului după scăderea costului capitalului la rata curentă.

Gestiunea în baza valorii poate fi determinată drept un aspect de gestiune a întreprinderii formal și sistematic îndreptat spre atingerea scopului de maximizare a procesului de creare a valorii și maximizării valorii acționarilor pe termen îndelungat. Tim Copeland [101, p. 93] determină managementul orientat spre valoare ca un aspect al gestiunii, în care sarcinile generale ale întreprinderii, tehnicile analitice și procesele de gestiune sunt orientate spre maximizarea valorii întreprinderii pe calea concentrării procesului de adoptare a deciziilor asupra factorilor cheie de creare a valorii. În același timp, după cum remarcă Michael Jensen [113, pp. 8-21] stabilirea maximizării pe termen lung a valorii în calitate de scop principal, nu asigură de la sine managementul cu o strategie de atingere a acestui scop.

În centrul conceptului managementului orientat spre valoare stă problema măsurării valorii și procesului de creare a ei. Modulul de evaluare ca o parte componentă a managementului bazat pe valoare presupune alegerea modelului și a procedurilor de determinare a valorii întreprinderii pentru proprietarii ei, monitorizarea schimbării valorii (de exemplu prin diagnosticarea ei sistematică), determinarea mecanismelor de creare a valorii noi.

În contextul subiectului cercetării efectuate, noi propunem următoarea definiție a noțiunii de *„gestiune a valorii întreprinderii" – o metodă de conducere, care presupune un proces ciclic și continuu de decizii strategice și operative la toate nivelurile întreprinderii (de la consiliu de administrație până la managerii de nivel operațional) în vederea maximizării valorii actuale și viitoare a întreprinderii, bazat pe un sistem de indicatori interdependenți cu impact asupra valorii.* Într-o accepțiune mai simplă, prin gestiunea valorii subînțelegem totalitatea deciziilor și măsurilor îndreptate spre schimbarea valorii curente a întreprinderii.

Conducându-ne de principiile gestiunii valorii, considerăm că companiile pot lua decizii mult mai eficiente și argumentate, independent de condițiile lor de funcționare și scopurile operative. Valoarea, în calitate de cel mai bun indicator economic, permite atingerea unor scopuri mult mai clare și precise, deoarece cererea oricărui participant la piață este supusă evaluării prețului.

Gestiunea valorii întreprinderii prezintă un sistem universal și atotcuprinzător de gestiune a întreprinderii care, după Alfred Rappaport [122, p. 124], include în sine patru elemente de bază: aprecierea, strategia, finanțele și gestiunea corporativă.

1. *Aprecierea* presupune alegerea modelului și procedurilor de determinare a valorii întreprinderii pentru proprietarii ei, monitorizarea schimbării ei, determinarea mecanismelor de creare a valorii noi.

2. *Strategia* presupune elaborarea strategiilor corporative îndreptate spre atingerea scopului țintă – maximizarea valorii întreprinderii pentru proprietari, astfel conceptul gestiunii în baza valorii poate fi privit drept o direcție distinctă a managementului strategic.

3. *Finanțele* – la acest nivel se determină factorii ce creează valoarea, din care se evidențiază factorii cheie pentru fiecare unitate în parte și pentru întreprindere în întregime. Valoarea se creează numai atunci când veniturile din investiții sunt superioare cheltuielilor cu capitalul investit.

4. *Gestiunea corporativă* este chemată să coordoneze interesele proprietarilor și a managerilor. Ea argumentează sistemul de stimulare materială, destinat stimulării activității colaboratorilor și top-managementului companiilor îndreptate spre crearea valorii acționare.

În general, majorarea valorii întreprinderii pentru acționari nu contrazice intereselor pe termen lung ale altor părți interesate. Din experiența practică, întreprinderile prospere creează comparativ mai multă valoare pentru toți participanții mediului economic – consumatori, salariați, stat (prin impozitele plătite) și investitori. Însă, sunt argumente și mai convingătoare în favoarea aplicării sistemului orientat spre valoare pentru acționari. În primul rând, valoarea este cel mai bun indicator al rezultatelor activității. În al doilea rând, deținătorii de acțiuni – singurii participanți ai întreprinderii, având drept scop majorarea bunăstării sale, concomitent favorizează majorarea bunăstării tuturor. Și în sfârșit, întreprinderile care lucrează ineficient, inevitabil se vor ciocni de trecerea capitalului în mâinile concurenților.

Valoarea este cea mai bună măsură a rezultatelor activității, deoarece stabilirea ei necesită informație completă. În același timp e cunoscut faptul că nu pot fi adoptate decizii corecte, dacă nu dispunem de informație completă, dar în esență, nici un indicator al rezultatelor activității nu conține informație mai completă ca valoarea. În schimbul universalității sale, noțiunea de valoare se caracterizează prin complexitatea determinării ei: ea se schimbă odată cu timpul, ea este diferită pentru diferiți participanți ai pieții și depinde de scopurile lor.

Cercetătorul american Glen Arnold în lucrarea sa „Tracing the Development of Value-Based Management” [90, pp. 7-36] subliniază trei elemente cheie ale concepției gestiunii valorii:

1. Bunăstarea pe termen lung a acționarilor, care se determină ca un scop primordial și permanent. Acest punct de vedere condiționează toate aspectele vieții întreprinderii;

2. Sumele mijloacelor ce aparțin acționarilor, îndreptate în investiții capitale, dezvoltarea produselor, investite în unitățile strategice ale business-ului și în corporație în general, trebuie să fie determinate. Valoarea pentru acționari se creează numai atunci când randamentul mijloacelor investite este superior costului lor alternativ;

3. Sistemul de stimulare materială trebuie să fie corelat cu indicatorii interni, utilizați de companie pentru previzionarea și măsurarea rezultatelor activității în legătură cu investițiile capitale, dezvoltarea produselor, elaborarea și realizarea atât a strategiilor business-unităților, cât și a corporației în general, trebuie să motiveze managerii în maximizarea pe termen lung a bunăstării acționarilor și să-i informeze despre gradul de realizare a acestui scop de bază. Indicatorii externi ai activității întreprinderii trebuie să permită de a petrece o evaluare precisă și corectă a valorii atinse și să reflecte potențialul de creare a valorii în viitor.

La sfârșitul secolului trecut, savanții Dihter și Alexander au cercetat mai mult de 30 de organizații care au întreprins măsuri în vederea maximizării eficienței. Ei au ajuns la concluzia că gestiunea valorii poartă un rol colosal în procesele de transformare din cadrul întreprinderii, dat fiind faptul că includ următoarele principii-cheie [144, p. 263]:

– eficiența – gestiunea valorii contribuie la determinarea concretă a scopurilor activității financiare a întreprinderii;

– strategia și structura – gestiunea valorii ajută companiilor să aleagă una din strategiile alternative și să evalueze resursele necesare pentru implementarea strategiilor;

– grupurile de lucru, reprezintă elementele structurale de bază ale întreprinderii. Gestiunea valorii ajută la elaborarea normelor și normativelor de măsurare a eficienței lor;

– este important de a determina zonele ce necesită o atenție deosebită. Gestiunea valorii contribuie la determinarea compromiselor corecte între scopurile concurente ale companiei.

Reieșind din aceste principii, în cadrul întreprinderii pot fi delimitate patru procese manageriale de bază care în comun contribuie la perfecționarea gestiunii valorii:

1. Elaborarea strategiilor;
2. Determinarea scopurilor și normativelor propuse;
3. Planificarea, întocmirea bugetelor;
4. Elaborarea sistemului de recompense și evaluare a rezultatelor activității.

Aplicarea modelelor de gestiune bazate pe valoare au unele avantaje față de modelele alternative de gestiune a întreprinderii, specificate în anexa 3.

În primul rând, creșterea valorii devine acel obiectiv strategic pentru atingerea căruia este posibil de a concentra eforturile tuturor contr-agenților și a încheia compromise optime.

În al doilea rând, aspectul valorii permite de a evidenția factorii cheie ai valorii (adică acei 20% din indicatori, care conform „principiului Pareto", determină 80% din valoarea întreprinderii) și în baza lor de a crea sistemul de gestiune al întreprinderii.

În al treilea rând, aspectul valorii solicită efectuarea monitoring-ului activității întreprinderii permanent și complet, ceea ce esențial mărește calitatea și eficiența deciziilor adoptate.

În al patrulea rând, conceptul gestiunii valorii permite de a combina într-un mod optim scopurile de lungă durată cu cele de scurtă durată ale întreprinderii pe calea combinării indicatorilor valorii și profitului economic.

Sintetizând cele sus-menționate, concluzionăm că în vederea implementării conceptului gestiunii valorii întreprinderii este necesară studierea modelelor de bază utilizate în gestiunea a valorii și a evoluției acestora. Pentru construirea unui sistem eficient de gestiune a valorii întreprinderii e necesar de a avea un model care să stabilească un instrumentar de măsurare a valorii, să studieze și să stabilească un set de factori financiari cu impact deosebit asupra valorii.

Primele modele care reflectă eficiența activității întreprinderii au apărut în anii 1920 și au fost recunoscute de practicienii din multe țări cu economie de piață. Aceste modele, modelul Du Pont și modelul rentabilității investițiilor, sunt construite în baza coeficienților financiari și sunt destul de simple pentru a fi utilizate în calcule. Modelele date nu și-au pierdut actualitatea lor și sunt utilizate până în prezent, atât ca indicatori ai viabilității financiare a întreprinderii, cât și pentru luarea deciziilor strategice de dezvoltare a întreprinderii. Dar ulterior, aceste modele au servit drept bază pentru dezvoltarea altor concepte.

Astfel, în anii 70-90 ai sec. XX în cadrul conceptului de evaluare a performanțelor activității întreprinderilor au primit o răspândire largă modelele BSC și EVA. În baza acestora a fost dezvoltat conceptul gestiunii valorii, bazat pe maximizarea valorii de piață a întreprinderii. Avantajele potențiale ale valorii de piață au fost recunoscute de mult timp, însă rezultatele analitice erau foarte limitate [158, p. 36-40]. Acest concept a devenit mai popular către anii 1990-2000 printre întreprinderile care funcționau în țările cu economie de piață.

Condițiile necesare dezvoltării conceptului de gestiune a valorii au fost evidențiate în lucrările savanților I. Fisher, F. Modigliani și M. Miller. Cercetările acestor autori s-au bazat pe examinarea valorii din punct de vedere a fluxului de numerar actualizat și structurii capitalului. Aceste idei au devenit larg răspândite, atât în domeniul științei teoretice a valorii, cât și în activitatea practică a specialiștilor în finanțe.

În calitate de modele principale, care stau la baza dezvoltării metodelor de gestiune a valorii, putem evidenția următoarele: modelul SVA (A. Rappaport), EVA (B. Stewart și D. Stern), modelele CFROI (Boston Consulting Group), A. Damodaran și T. Copeland - T. Koller - D. Murrin.

Cea mai importantă perioadă în dezvoltarea modelelor de gestiune a valorii este atribuită cercetătorului american A. Rappaport, care la mijlocul anilor 80 ai secolului XX a dezvoltat conceptul de valoare acționară adăugată, prescurtat SVA [122], în cadrul căruia pentru prima dată a formulat sistemic ideile de bază privind gestiunea valorii. Acest concept se bazează pe actualizarea viitoarelor fluxuri nete de trezorerie la costul mediu ponderat al capitalului. Valoarea adăugată este diferența dintre valoarea actualizată a fluxului de numerar operațional și valoarea actualizată a investițiilor efectuate pentru a asigura creșterea fluxului de numerar operațional. Diferența pozitivă sau negativă dintre costul capitalului întreprinderii și investițiile efectuate va fi în mod direct valoarea capitalului acționar al întreprinderii.

Perioada ulterioară a dezvoltării teoriei gestiunii valorii este caracterizată de modelul EVA, introdus în 1991 de Stern Stewart & Co., numit după fondatorii modelului D. Stern și B. Stewart [128]. Gestiunea valorii, conform acestui model, se bazează pe evidențierea valorii adăugate, care este un indicator al calității deciziilor de gestiune. Cea mai mare creștere a valorii oricărei întreprinderi este direct legată de atractivitatea investițională a întreprinderii. Ideea fundamentală a acestui concept este primirea de către investitori a unei remunerări pentru riscul acceptat de a investi bani. Cu alte cuvinte, întreprinderea trebuie cel puțin să câștige această rată de rentabilitate.

Ipoteza teoriei financiare precum că piața de capital recunoaște capacitatea întreprinderii de a genera fluxuri de numerar a devenit baza pentru dezvoltarea conceptului HOLT Value Associates materializat în modelul CFROI [142]. Conceptul dat se bazează pe metoda ratei interne de rentabilitate (IRR). Astfel, cu ajutorul modelului CFROI determinăm rata de actualizare. Valoarea tuturor fluxurilor nete de numerar actualizate este egală cu plățile inițiale de investiții, adică valoarea actualizată netă trebuie să fie zero. O astfel de rată de actualizare, egală cu rata internă de rentabilitate, este considerată maxim admisibilă pentru întreprindere. În cazul în care rata de actualizare reală depășește rata internă de rentabilitate, proiectul este recunoscut ineficient. Avantajul modelului CFROI este că fluxurile de numerar generate de activele existente și viitoare, precum și de investițiile inițiale, sunt exprimate în prețuri curente, adică iau în considerare componenta inflaționistă.

Modelele moderne de gestiune a valorii sunt considerate modelele savanților A. Damodaran și T. Copeland - T. Koller - D. Murrin.

Una din teoriile fundamentale moderne este cea a lui Aswath Damodaran, expusă în lucrarea sa „Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance" [104]. Conform acestei teorii, folosirea metodologiei cash-flow-urilor actualizate ne oferă patru modalități de gestiune a valorii:

– majorarea cash-flow-urilor, generate de către activele existente pe calea majorării veniturilor după impozitare de la active sau din contul reducerii necesității de investire în capitalul fix și capitalul circulant;

– majorarea ratei de creștere a cash-flow-urilor din contul majorării cotei profitului reinvestit sau majorării randamentului capitalului investit (calității investițiilor);

– majorarea duratei perioadei de creștere intensivă;

– luarea măsurilor în privința reducerii riscului operațional al capitalului investit, schimbarea proporțiilor de finanțare ale capitalului pe termen lung sau schimbarea condițiilor financiare de atragere a creditelor.

În așa fel, în corespundere cu metoda cash-flow-urilor actualizate, pentru a acționa asupra valorii întreprinderii e necesar de a influența asupra cash-flow-urilor curente și/sau creșterii viitoare și/sau duratei perioadei de creștere intensivă și/sau ratei actualizării.

Pentru majorarea cash-flow-urilor, generate de activele companiei, e necesar de a tinde către reducerea costului de producție, lichidarea activelor neutilizate, reducerea ratei de impozitare, a folosi la maximum capacitățile investițiilor efectuate anterior, a gestiona stocurile și implementa o politică de creditare mai dură. Pentru majorarea duratei de creștere intensivă e necesar de a crea și susține avantajele concurențiale ale companiei.

Divizarea acțiunilor și dividendelor nu duce la schimbarea valorii întreprinderii (după Damodaran), deoarece aceasta nu duce la schimbarea cash-flow-urilor, tempoului de creștere și riscului. Deciziile contabile care influențează raportul privind rezultatele financiare, de asemenea nu influențează asupra cash-flow-urilor și de aceea nu acționează asupra valorii companiei.

Puțin diferit implementează în practică aceiași metodă Tom Copeland, Jack Murrin și Tim Koller, descrisă în lucrarea „Measuring and Managing the Value of Companies" [101]. Savanții consideră că la baza gestiunii valorii stă luarea deciziei despre raționalitatea restructurării companiei (în particular după depistarea faptului că valoarea activelor nete a întreprinderii e mai mare decât valoarea capitalului acționar, stabilit după metoda cash-flow-urilor actualizate) și analiza posibilelor consecințe ale restructurării, iar în acest scop propun utilizarea pentagramei clasice a posibilităților restructurării.

Din figura 1.5 reținem că gestiunea valorii întreprinderii poate fi realizată cu ajutorul pentagramei, iar punctul de pornire constituie cercetarea minuțioasă a valorii de piață curente a întreprinderii cercetate. După care, se va stabili valoarea de facto și potențială a întreprinderii, cu luarea în considerare a îmbunătățirilor interne, bazate pe cash-flow-urile așteptate și posibilitățile de a majora valoarea întreprinderii prin intermediul reengineering-ului financiar. Toate valorile sus-numite trebuie comparate cu valoarea întreprinderii la piața hârtiilor de valoare[2], pentru a evalua câștigul potențial al acționarilor de la reorganizarea companiei. Această comparare trebuie să ajute la reliefarea divergențelor între investitori și manageri referitor la perspectivele întreprinderii.

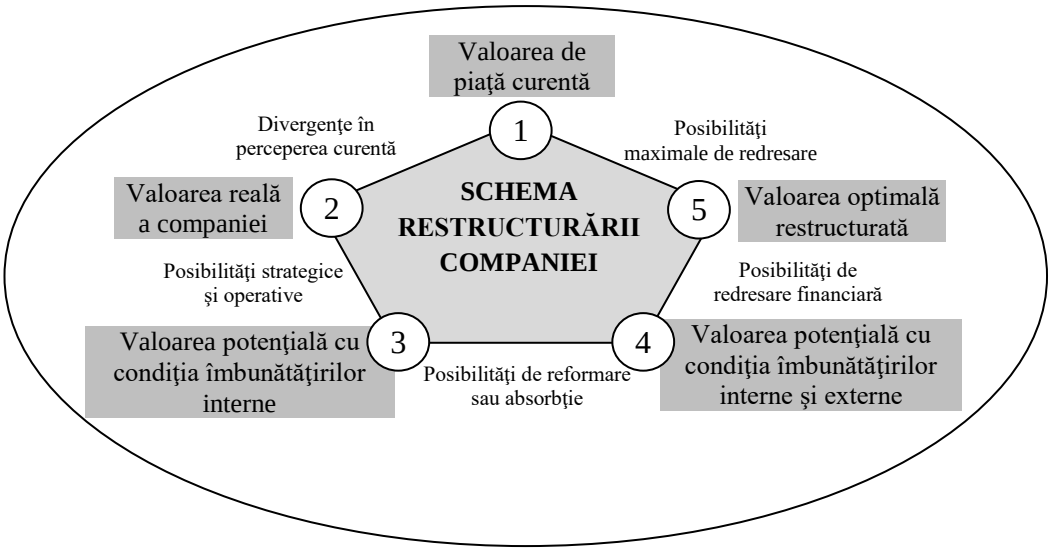


Figura 1.5. Pentagrama gestiunii valorii întreprinderii

Sursa: [101, p. 31]

La finalizarea unei astfel de analize trebuie să se contureze starea în care se află proiectele companiei și care sunt posibilitățile de care ea dispune în vederea acumulării valorii.

O altă teorie de gestiune a valorii a fost creată de Ciaran Walsh și expusă în lucrarea sa „Key Management Ratios: How to Analyse, Compare and Control the Figures That Drive Company Value" [99].

El a cercetat un alt aspect important de gestiune a valorii întreprinderii, și anume echilibrul între profit, active și creștere (figura 1.6).

E necesar de a căuta echilibrul între acești indicatori, deoarece încălcarea echilibrului poate agrava activitatea companiei. Luând în considerare toate plusurile și minusurile creșterii, managerilor întreprinderii li se recomandă anterior de a se gândi și de a determina rata maximală

[2] Notă: Dacă acţiunile întreprinderii nu se cotează la bursa de valori, pentru stabilirea valorii de piaţă curente se va recurge la analiza comparată, bazate pe cotările întreprinderilor similare şi gradul de diferenţiere a întreprinderilor cercetate faţă de aceste întreprinderi.

de creștere, pe care compania o va suporta fără careva dificultăți, adică să se asigure într-un mod normal și celelalte aspecte ale activității sale.

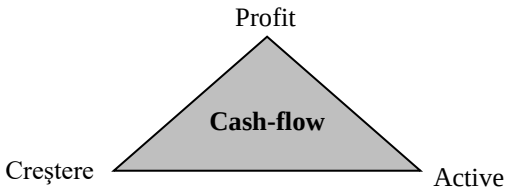


Figura 1.6. Creșterea și necesitatea în echilibru

Sursa: [99, p. 200]

Ecuația creșterii echilibrate, dedusă de Ciaran Walsh, arată în felul următor:

$$\frac{R}{G \times T} = E\,, \tag{1.3}$$

unde R – profitul nedistribuit (încasările din vânzări); G – rata de creștere a încasărilor; T – activele circulante; E – mărimea cifrică a raportului din stânga.

Conform acestei ecuații, dacă E=1, atunci cash-flow-ul este neutru, dacă E>1 atunci cash-flow-ul este pozitiv, iar în cazul E<1 – negativ. În baza acestei teorii, pentru rata de creștere dată, cash-flow-ul din activitatea de bază trebuie să se afle în echilibru. Acest model permite managerilor de a se concentra asupra factorilor fundamentali, de care depinde starea generală a întreprinderii. Adică, de profit, active circulante și rata de creștere.

Cea mai eficientă afacere care merită să fie cumpărată, este acea care crește repede și are profituri înalte. Și dimpotrivă, achiziția va fi nereușită în acel caz, dacă compania crește lent și generează profituri mici. Așa o întreprindere costă puțin, dar acesta nu e cazul cel mai periculos. Cel mai periculos caz are loc atunci, când sunt combinate ratele mari de creștere cu profiturile mici. Dacă la o astfel de companie coeficientul „active / încasări” e mare, atunci această achiziție va fi ca o „bombă” cu efect întârziat, care va duce la o catastrofă financiară.

Un alt aspect analitic, pentru luarea deciziilor de conducere, este aspectul bazat pe analiza coeficienților de sensibilitate ai factorilor care influențează valoarea, propus de către savantul rus Serghei Mordașov [159]. Pentru a estima modelul factorial urmează a primi diferențiala uneia din formulele valorii (de exemplu, formula lui Gordon). Dacă fiecare membru al diferențialei se va aduce la forma fără mărime, atunci va apărea posibilitatea de a determina schimbările valorii întreprinderii la modificarea unuia din factori.

În cazul general, când are loc creșterea cash-flow-ului, stabilirea valorii capitalului acționar arată în felul următor (formula lui Gordon):

$$V = \frac{FCF}{(r-g)}, \quad (1.4)$$

unde FCF - cash-flow-ul liber, accesibil acționarilor; r – cheltuielile privind atragerea și deservirea capitalului acționar; g – rata de creștere a cash-flow-ului.

Referitor la componentele care intră în formula (1.4) se va remarca următoarele. În primul rând – rata cheltuielilor privind atragerea capitalului este considerată pentru o perioadă lungă de timp. În al doilea rând, componentele de bază ale cash-flow-ului liber sunt:

$$FCF = (S - Cc)(1-T) - I = EBIT(1-T) - I, \quad (1.5)$$

unde S – încasările din vânzări; Cc – costul vânzărilor exclusiv dobânzile pe credit; T – rata impozitului pe venit; I – investițiile permanente minus amortizarea; EBIT – profit înaintea plății impozitelor și dobânzilor.

Nu este greu de a observa că componentele cash-flow-ului liber corespund datelor din raportul privind rezultatele financiare.

În al treilea rând, expresia (1.4) are sens numai cu condiția r>g.[3]

În așa fel, cu condiția propunerilor și completării relațiilor (1.4) și (1.5) putem deduce factorii de bază ai gestiunii valorii întreprinderii constituie: încasările din vânzări; costul de producție; impozitul pe profit; investițiile suplimentare permanente mai mari decât amortizarea, utilizate pentru susținerea nivelului dat al vânzărilor și costului vânzărilor; viteza de creștere a cash-flow-ului și costul capitalului atras.

Pentru rezolvarea întrebării despre pârghiile eficiente de acțiune asupra valorii întreprinderii, Mordașov propune de a evalua sensibilitatea valorii la schimbarea componentelor ei, examinând coeficienții de elasticitate a valorii în funcție de aceste variabile (anexa 4).

O altă modalitate de gestiune a valorii a fost propusă de savantul rus Igor Egherev în lucrarea „Стоимость бизнеса. Искусство управления" [146], care a cercetat impactul parametrilor ciclurilor de producție și financiar asupra valorii business-ului.

Pentru caracterizarea fluxului continuu al operațiunilor economice, savantul utilizează noțiunea de ciclu. Ciclul oricărei producții include următoarele procese:

– achiziția, care duce la majorarea stocurilor de materii prime și datoriilor comerciale;

– producerea, care implică creșterea producției în curs de execuție și producției finite la depozit;

[6] Notă: în expresia 1.4 cash-flow-urile libere nu conţin plăţile privind creditele şi dobânzile aferente, deoarece sunt examinate fluxurile disponibile acţionarilor, dar nu fluxurile companiei; în cazul când se examinează fluxurile companiei, e necesar în locul coeficientului r de a utiliza coeficientul cheltuielilor medii cu capitalul $r_{WACC.}$

– realizarea, care duce la majorarea creanțelor și mijloacelor bănești în casă și în contul de decontare.

În practică sunt examinate 2 cicluri de bază: de producție și financiar.

Ciclul de producție începe din momentul intrării materiilor prime la depozitul întreprinderii și se termină în momentul livrării mărfii cumpărătorului.

Ciclul financiar începe din momentul achitării furnizorilor de materii prime (plata avansului pentru furnizor, achitarea datoriei privind facturile comerciale) și se încheie din momentul încasării banilor de la cumpărătorii producției finite (achitarea creanțelor, primirea avansului).

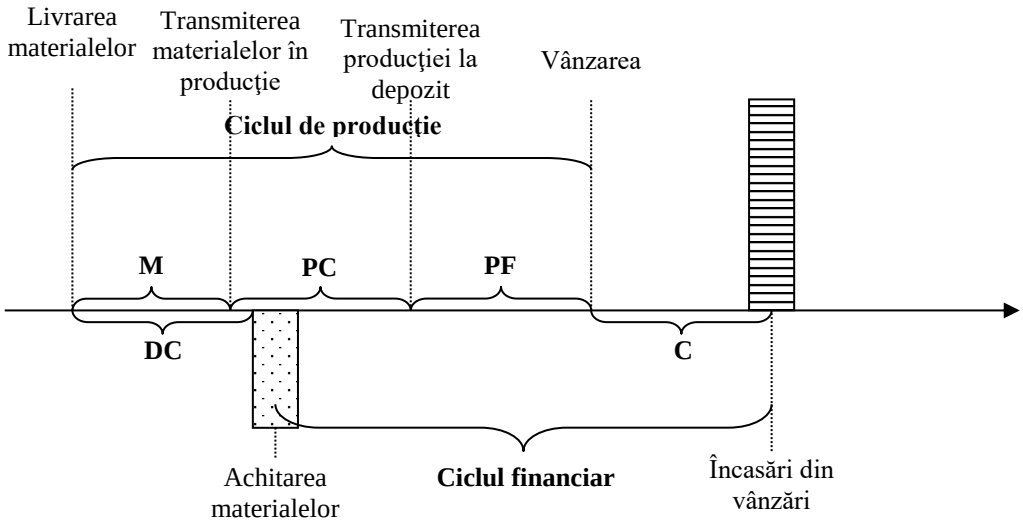


Figura 1.7. Ciclul financiar și de producție

Sursa:[146]

Perioada de timp, pe parcursul căreia se înfăptuiește circuitul mijloacelor bănești și activelor, prezintă durata ciclului. Pentru aprecierea duratei se folosesc indicatorii de rotație (în zile).

Ciclul de producție se caracterizează prin perioada de rotație a stocurilor de materii prime și materiale, perioada de rotație a producției în curs de execuție și perioada de rotație a stocurilor de producție finită. Ciclul financiar – prin perioada de rotație a avansurilor acordate și primite, perioada de rotație a datoriilor creditoare și perioada de rotație a creanțelor (vezi formula 1.6) și figura 1.7.

$$D_{CP} = D_{SMP} + D_{PC} + D_{PF}, \qquad (1.6)$$

$$D_A = 0 \Rightarrow D_{CF} = D_{CP} + D_C - D_{DC},$$

$$D_A > 0 \Rightarrow D_{CF} = D_A + D_{CP} + D_C,$$

unde D_{CP} – durata ciclului de producție; D_{SMP} – durata rotației stocurilor de materii prime; D_{PC} – durata rotației producției în curs de execuție; D_{PF} – durata rotației producției finite; D_{CF} – durata ciclului financiar; D_A – durata rotației avansurilor acordate; D_C – durata rotației creanțelor; D_{DC} – durata rotației datoriilor comerciale; D_{AP} – durata rotației avansurilor primite.

Să examinăm mai detaliat cazul când avansarea operațiunilor economice nu se efectuează. Cu alte cuvinte, întreprinderea nu plătește bani în avans furnizorilor pentru achiziția de materii prime și materiale, iar cumpărătorii nu plătesc în avans pentru producția finită a întreprinderii.

După cum rezultă din figura 1.7, chiar dacă are loc un circuit neîntrerupt a activelor în cadrul unui ciclu[4], de la o etapă a ciclului de producție la altă etapă, modificarea reală a mărimii fluxului de mijloace bănești are loc doar de două ori: în momentul achitării de către întreprindere a datoriilor comerciale și în momentul încasării plății pentru producția livrată de la debitori.

$$E_t^c = \frac{1}{R^t}\left\{\frac{-CF_{DCt}}{R^{D_{DC}}} + \frac{CF_{Ct}}{R^{Dc+D_{CP}}}\right\} = \frac{1}{R^{t+D_{DC}}}\left\{-CF_{DCt} + \frac{CF_{Ct}}{R^{D_C+D_{CP}-D_{DC}}}\right\} = \\ = \frac{1}{R^{t+D_{DC}}}\left\{-CF_{DCt} + \frac{CF_{Ct}}{R^{D_{CF}}}\right\}, \quad (1.7)$$

unde t - perioada pentru care se examinează influența ciclului; R – unitatea plus rata de actualizare; E^c – valoarea ciclului; CF_{DCt} – cash-flow aferent achitării datoriilor comerciale; CF_{Ct} - cash-flow aferent încasării creanțelor.

Rata de actualizare trebuie să includă componentele necesare pentru compensarea riscurilor, legate de livrarea materiilor prime și materialelor, fabricarea producției, păstrarea, desfacerea și încasarea creanțelor.

Dacă vom exclude din formulă perioada, ca factor care nu influențează consecutivitatea gândurilor, și vom lăsa numai caracteristicile de durată ale ciclurilor, vom primi următorul rezultat:

$$E_t^c = \frac{1}{R^{D_{DC}}}\left\{-CF_{DC} + \frac{CF_C}{R^{D_{CF}}}\right\}. \quad (1.8)$$

Din analiza formulei (1.8) putem deduce câteva aspecte ale gestiunii activelor circulante. În primul rând, faptul că asupra valorii întreprinderii influențează toate aspectele ciclului financiar, multe dintre ele acționând în direcții opuse. Această influență poartă un caracter atât liniar, cât și neliniar. Asupra creșterii valorii influențează mărimea creanțelor concomitent cu păstrarea constantă a duratei ciclului financiar. Aceasta este echivalentă reducerii duratei creditelor comerciale acordate cumpărătorilor, concomitent cu creșterea vânzărilor achitate imediat și/sau creșterea încasărilor creanțelor. Din alt punct de vedere, autorul consideră că

[4] Notă: pentru o perioadă prognozată t.

majorarea duratei creditului comercial din partea furnizorilor odată cu reducerea prețurilor la materiile prime achiziționate, cu condiția menținerii volumului producției fabricate, vor influența pozitiv valoarea afacerii. Formula (1.8) ne permite să efectuăm o apreciere cantitativă asupra influenței diferitelor strategii de gestiune a creanțelor și datoriilor comerciale asupra valorii întreprinderii în general.

Deoarece procesul de producere la orice întreprindere este sursa de bază a intrărilor de mijloace bănești, trebuie respectată inegalitatea aportului pozitiv, generat de fluxurile din rotația activelor în valoarea finală a întreprinderii. În caz contrar, remarcăm situația când pentru compensarea valorii negative din activitatea de producție se vor utiliza intrările de mijloace bănești de la vânzarea mijloacelor fixe, sau se va „epuiza" amortizarea. Teoretic, pentru compensarea cash-flow-ului din activitatea de producție pot fi până la infinit atrase resurse financiare, dar atunci se va micșora valoarea întreprinderii pentru creditori, și în final pentru noile credite vor fi cerute prețuri mari sau se va refuza în acordare. Alimentarea financiară la infinit a întreprinderii din partea fondatorilor este exclusă, deoarece mai degrabă fondatorii vor plasa resursele sale într-un business mai eficient.

După un șir de modificări, vom obține criteriul de păstrare a valorii afacerii în contextul efectuării operațiilor curente.

$$E^C \geq 0 \Rightarrow \frac{1}{R^{D_{DC}}}\left\{-CF_{DC} + \frac{CF_C}{R^{D_{CF}}}\right\} \geq 0 \Rightarrow \frac{CF_C}{R^{D_{CF}}} \geq CF_{DC} \Rightarrow CF_C \geq CF_{DC} \times R^{D_{CF}}, \qquad (1.9)$$

Dacă inegalitatea (1.9) se încalcă, atunci în final, nemodificând politica existentă în sfera achizițiilor, producției și desfacerii, întreprinderea va da faliment din cauza tendinței permanente de reducere a valorii.

În practică utilizarea inegalității (1.9) poate arăta în următorul mod: din rapoartele pentru perioada precedentă se vor lua mărimile datoriei debitoare și creditoare, se va calcula durata ciclului financiar și cu ajutorul ratei minimale a profitului cerut se îndeplinește egalitatea după formula (1.9). În continuare se va face concluzia despre eficiența activității economice a întreprinderii și despre „lichidarea" valorii.

De facto, inegalitatea (1.9) ne dă un criteriu suplimentar de evaluare a influenței deciziilor manageriale asupra rezultatului activității curente a întreprinderii. Dacă în rezultatul adoptării deciziei, inegalitatea va fi încălcată, atunci e rațional de a nu adopta o astfel de decizie sau de a amâna adoptarea ei până în momentul când condițiile vor fi mai favorabile.

Analizând influența ciclurilor asupra valorii afacerii, Igor Egherev a cercetat problema gestiunii valorii ciclurilor întreprinderii.

Stabilirea valorii ciclurilor capătă o însemnătate deosebită în contextul procedurilor manageriale. În cadrul acestor proceduri o atenție deosebită trebuie atrasă rezolvării problemei sporii valorii ciclurilor.

Pentru determinarea direcțiilor de bază a acțiunii managementului în vederea sporirii valorii ciclurilor, poate fi utilizată metoda, bazată pe analiza sensibilității valorii în funcție de alți factori luați în parte. Metoda se bazează pe calculul coeficienților sensibilității, care sunt prezentați în anexa 5 și alegerea din totalitatea factorilor a acelor, influența cărora asupra valorii este mai esențială (factori cu coeficienți de sensibilitate mai mari).

În Republica Moldova, de cercetări în domeniul gestiunii valorii la nivelul unității economice, putem remarca monografia doctorului habilitat Angela Secrieru „Sistemele financiare și stimularea proceselor de obținere a valorii" [74], în care autorul evidențiază două aspecte ale gestiunii valorii:

- în primul rând, în baza analizei modului în care unitatea economică a obținut valoare în ultimii ani, trebuie identificate posibilitățile implementării unor schimbări de structură pentru a "elibera" valoarea "blocată" în companie. Considerăm în acest context măsuri eficiente de restructurare;

- în al doilea rând, trebuie conceput și pus la punct un mecanism eficient de obținere a valorii după restructurare. Acest aspect presupune: a) identificarea priorităților pornind de la principiile obținerii valorii; b) reconsiderarea sistemului de planificare, de evaluare a performanțelor și de stimulare în scopul obținerii valorii pentru furnizorii capitalului propriu (acționari); c) stabilirea relațiilor reciproce cu investitorii în baza principiilor de obținere a valorii.

Totodată în cadrul gestiunii valorii, profesorul autohton stabilește că o semnificație deosebită în procesul de gestiune a valorii este identificarea parametrilor de activitate, care determină valoarea, pe care îi denumește factori ai valorii.

Luând în considerare că întreprinderile obțin valoare dacă rentabilitatea investițiilor lor depășește costurile alternative de atragere a capitalului, cercetătorul autohton consideră că valoarea întreprinderii este explicată de doi factori: rentabilitatea investițiilor și mărimea investițiilor. Astfel, o întreprindere cu investiții mai mari și cu ritmuri de creștere mai mari trebuie să aibă o valoare mai mare pentru același nivel al rentabilității capitalului investit.

Prin urmare, procesul gestiunii valorii întreprinderii se va realiza prin descompunerea factorială a rentabilității investițiilor. Însă, profesorul Angela Secrieru remarcă că factorii principali ai valorii nu sunt statici și, de aceea ei trebuie periodic reconsiderați, iar pornind de la factorii valorii putem formula obiectivele pe termen lung, mediu și scurt [75, p. 70].

Alt model autohton de gestiune a valorii întreprinderii este modelul procesual de gestiune a întreprinderii pe baza estimării valorii, dezvoltat de doctorul în economie Vladimir Savciuc [71]. Conform modelului elaborat, gestiunea valorii întreprinderii poate fi realizată în patru etape [71, pp. 68-74]:

1. diagnosticul stării curente a afacerii și a mediului;
2. prognoza indicatorilor de dezvoltare a afacerii;
3. analiza opțiunilor posibile și identificarea celor susceptibile de succes;
4. punerea în aplicare a soluțiilor pentru a spori valoarea afacerii.

Rezumând aspectele examinate, menționăm următoarele: în primul rând, atingerea obiectivului strategic de maximizare a valorii întreprinderii este posibil în condițiile dezvoltării și aplicării unui model de gestiune a valorii; în al doilea rând, fiecare din modele examinate au o valoare teoretică unică și pot constitui baza pentru elaborarea unor direcții de perspectivă în domeniul gestiunii valorii. Cu toate acestea, din modelele examinate, cel mai fundamental poate fi considerat modelul lui Damodaran. Modelul lui Walsh este atrăgător prin simplitatea sa și poate fi recomandat pentru diagnosticul-expres al întreprinderii. Modelele lui Egherev și Mordașov sunt mai complete, ele pot fi examinate drept o dezvoltare a ideilor lui Damodaran și altor specialiști în analiza sensibilității componentelor valorii funcționării business-ului.

1.3. Abordarea situațiilor de criză în corelare cu valoarea întreprinderii

În scopul soluționării problemei propuse pentru cercetare, considerăm necesară o abordare integrată a proceselor generatoare de valoare prin prisma situațiilor de criză și a ciclurilor de viață a întreprinderii. Acest fapt ne va permite elaborarea și dezvoltarea de noi modele și strategii în gestiunea valorii întreprinderii, găsirea reperelor pentru menținerea și creșterea valorii în condiții de criză.

Cuvântul „criză” (tradus din limba greacă) înseamnă o soluție, un punct de cotitură sau un rezultat. În transcripția latină înseamnă o „diviziune, fractură”, în transcripția chineză este atât „pericol”, cât și „posibilitate” [105, p. 17]. Menționăm faptul că definiția general acceptată a situației de criză în literatura științifică nu a fost fundamentată încă. În special, dicționarele explicative definesc în mod similar criza ca „o schimbare bruscă și neașteptată a evoluției evenimentelor, o stare de tranziție dificilă, dificultăți acute în ceva, o situație dificilă” [66].

În cadrul științei economice, studiul situațiilor de criză, de regulă, se desfășoară în contextul teoriei ciclurilor macroeconomice. Crizele corporative, ca și cele macroeconomice, de regulă sunt studiate în contextul ciclurilor (așa-numitele cicluri de viață ale întreprinderilor).

Abordarea științifică a conceptului de „criză” este strâns legată de conceptele de „risc” și „incertitudine”, care influențează metodologia de elaborare a oricărei decizii de gestiune. Dacă excludem așteptarea unei crize viitoare, atunci se pierde necesitatea percepției riscului, iar situațiile de criză devin neașteptate și grave, sau niște erori administrative destul de obișnuite.

Conceptul situației de criză a întreprinderii este descris în literatura economică modernă ca o varietate de fenomene în viața complexului de producție, de la o perturbare în funcționarea întreprinderii prin diferite conflicte, până la distrugerea întreprinderii ca entitate economică. Prin urmare, într-un sens larg, o criză înseamnă un proces care amenință existența unei întreprinderi.

Situația de criză a întreprinderii este definită în literatura de specialitate după cum urmează:

– combinație a factorilor externi și interni ce afectează negativ activitățile de producție și financiare ale întreprinderii și duc la o reducere sau la încetarea activității sale principale [148, p. 24];

– întrerupere a ritmului de creștere economica, fie în raport cu creșterea anterioara, fie în raport cu creșterea estimata [177];

– lipsă de fonduri pentru a menține nevoile economice și financiare actuale pentru capitalul de lucru [131, p. 95];

– încălcare semnificativă a sistemului de relații sociale și industriale stabilite, asociată cu pierderea resurselor disponibile anterior ca urmare a modificărilor factorilor semnificativi de formare a sistemului și a încălcării caracteristicilor stabile anterioare [153, p. 28].

Cercetătorii autohtoni, N. Burlacu și C. Tcaci în monografia sa „Viabilitatea întreprinderii prin managementul anticriză” definesc criza „drept acutizare extremă a relațiilor interne de producție și social-economice, precum și a relațiilor întreprinderii cu mediul economic extern” [30, p. 47]. Totodată, autorii menționează că o situație de criză poate apărea la orice stadiu de activitate a organizației, atât în perioada formării și dezvoltării ei, cât și în timpul stabilizării și extinderii producției [30, p. 47].

Cu toate acestea, o astfel de interpretare, în accepțiunea noastră, nu este completă. Pentru a înțelege în mod clar ce este o situație de criză a întreprinderii, trebuie să ținem cont de faptul că criza nu este considerată drept o stare statică. Criza este o stare dinamică, limitată de timpul procesului, pe care-l controlam și îl păstrăm în anumite limite. Prin urmare, la definirea situației de criză a întreprinderii (la nivel micro) propunem utilizarea următoarei definiții: *un proces neplanificat și nedorit, limitat în timp, care poate împiedica sau chiar face imposibilă*

funcționarea întreprinderii, și în esența sa, este un punct de cotitură în secvența proceselor de evenimente și acțiuni.

Având în vedere cele relatate mai sus, putem distinge caracteristicile situațiilor de criză în cadrul întreprinderii. În primul rând, vom atrage atenția asupra naturii duale a crizei, care este revelată prin cele două abordări complementare ale definiției crizei, care interpretează situația de criză ca: *proces* (interpretare dinamică) și *stare* (interpretare statică).

Deoarece abordăm în esență unul și același fenomen, interpretarea statică și dinamică a situațiilor de criză nu se contrazic, ci se completează reciproc, eliminând multe dintre aspectele problematice de interpretare a situațiilor de criză. Această interpretare dual a naturii crizei va determina logica cercetărilor noastre ulterioare. În special, aspectele principale care ne vor permite să dezvăluim în mod consecvent caracteristicile financiare ale situației de criză a întreprinderilor, se referă la: *a) caracteristicile generale (universale) ale procesului de criză* și *b) caracteristicile cheie ale unei crize,* indiferent de particularitățile și motivele sale.

În literatura de specialitate problema gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză practic nu este abordată, sunt cercetate posibilitățile de utilizare a valorii întreprinderii în gestiunea anticriză, în procesul fuziunii și preluării întreprinderilor [142, 144, 163, 181], iar unele surse abordează problema dată prin prisma gestiunii și evaluării întreprinderilor insolvabile, aflate la diferite etape ale procesului de insolvabilitate [179, 180].

Gestiunea valorii întreprinderii este strâns corelată cu etapele crizei organizaționale. Delimitarea procesului de criză în diferite etape este legată, în primul rând, de posibilitatea de a determina timpul de impact asupra crizei, de a preveni și de a depăși criza. În literatura economică, în funcție de atributul de clasificare care stă la bază, există diferite abordări privind identificarea etapelor procesului de criză în întreprindere.

Etapele crizei sunt etape limitate în timp în care criza se caracterizează printr-o viteză diferită de dezvoltare și diferit nivel de pericol pentru supraviețuirea întreprinderii, diferă în ceea ce privește conținutul, consecințele și măsurile necesare pentru a le elimina.

În majoritatea modelelor existente de delimitare a procesului de criză în etape separate, se pot urmări următoarele lanțuri ale crizei: de la schimbări calitative (conflicte) la pierderi cantitative (pierderi). În același timp, toate aceste lanțuri reflectă curba dezvoltării crizelor: de la originea sa, creșterea influențelor distructive până la soluționarea crizei și sunt chemate să ajute managementul întreprinderii să determine punctul cât mai exact posibil și să ia decizii manageriale cu impact asupra crizei, atenuarea și depășirea ei [125, 130, 153, 177].

Cele mai importante cercetări, care sunt recunoscute și general acceptate, sunt cercetările în domeniul dinamicii economice a crizei (ciclului de viață al crizelor microeconomice) ale savantului american Stephen Fink [107].

În lucrarea sa științifică *„Crisis Management: Planning for the Inevitable”*, Stephen Fink dă următoarea definiție crizei: „o situație de avertizare, care poartă riscul de escaladare a intensității expunerii în atenția mass-media sau a guvernului, a obstacolelor în funcționarea normală, pericolului pentru imaginea organizației și daunelor activităților de bază ale companiei”. De asemenea, savantul interpretează criza ca „starea lucrurilor care fluctuează în timp, când schimbările decisive sunt inevitabile și conțin două posibilități: una este asociată de rezultatul nedorit, negativ, iar cealaltă cu partea pozitivă corespunzătoare, diametral opusă. Șansele sunt în general egale, dar le putem schimba” [107].

După Fink, orice criză poate consta doar din patru etape diferite și complet definite: etapa prodromală (preliminară), etapa crizei acute, etapa crizei cronice, etapa de rezolvare a crizei.

Tabelul 1.3. Abordarea comparativă a etapelor crizei după S. Fink și U. Krystek

Etapele crizei după:	
S. Fink	**U. Krystek**
1. Prodromală (preliminară) – punct critic care ne avertizează despre etapa timpurie de dezvoltare a crizei, la care putem observa și depista simptomele declanșării crizei.	**1. Criza potențială** – stare obișnuită a întreprinderii, unde urmărim o reducere a mărimii indicatorilor activității, simptomele crizei pot fi greu depistate, o situație cvazi-normală
	2. Criza latentă (ascunsă) – înrăutățire în continuare a situației sub influența factorilor interni, se manifestă simptomele crizei. Este necesară aplicarea metodelor de depistare prematură a crizei și de a acționa prin măsuri de prevenire.
2. Criza acută – etapa declanșării crizei și deja nu pot fi recuperate pozițiile pierdute. Important de a nu pierde controlul asupra evenimentelor, care se dezvoltă cu o viteză și intensitate mare, este considerată o etapă scurtă, dar cu efecte brusc distrugătoare.	**3. Criza acută ce poate fi depășită** – intensificarea bruscă a proceselor destructive în rezultatul cărora întreprinderea începe să simtă real consecințele crizei. Este posibilă încă posibilitatea depășirii crizei, potențialul fin destul pentru aceasta.
	4. Criza acută ce nu poate fi depășită – se finalizează cu lichidarea întreprinderii. Potențialul de depășire a crizei e depășit totalmente.
3. Criza cronică – stabilizare relativă a stării negative, situația devine statică, pot vi văzute perspectivele de ieșire din criză și posibilele urmări. Etapa poate dura la nesfârșit, respectiv sarcina este de a o aduce la minim, respectiv de a efectua saltul spre însănătoșire.	
4. Rezolvarea crizei – îmbunătățirea situației, reluarea controlului și calcularea direcției spre depășirea crizei. Această etapă este indicatorul prodromal pentru alte evenimente negative, prin urmare trebuie să ne axăm pe depistarea unei altei crize.	

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [107, 177]

O altă idee privind clasificarea etapelor procesului de criză a întreprinderii este propusă de savantul german U. Krystek și rezidă în următoarele: cu cât starea curentă a crizei este mai îndepărtată de etapa inițială, cu atât e mai mare acțiunea ei negativă, cu atât mai multe cerințe

sunt înaintate pentru soluționarea ei. De aceea, autorul caracterizează etapele procesului crizei din punct de vedere al stării agregate, posibilităților și potențialului de depășire, cu luarea în considerare a avertizării timpurii despre criză. Conform acestui model, situația de criză parcurge patru etape, care pot fi descrise în modul următor: criza potențială, criza latentă (ascunsă), criza acută ce poate fi depășită și criza acută ce nu poate fi depășită.

Astfel, conform teoriei elaborate de Fink, succesul măsurilor anticriză la întreprindere constă în reacția la timp a managerilor la toate schimbările în cadrul întreprinderii.

Punctul forte al clasificării oferite de U. Krystek constă în evidențierea etapelor timpurii ale crizei (criza potențială și criza latentă), astfel oferind posibilitatea de a examina amănunțit procesul de declanșare a crizei, fapt care mărește probabilitatea de soluționare a crizei. Dar în același timp constatăm și unele neajunsuri: în primul rând nu sunt indicate măsurile pentru prevenirea și depășirea crizei la etapele examinate, în al doilea rând, lipsesc criterii de identificare a etapelor crizei.

La rândul său, R. Muller clasifică etapele procesului de criză în conformitate cu obiectivele întreprinderii care este amenințată de criză. În cercetările sale, R. Muller a identificat criza strategică, criza rezultatelor, criza lichidităților și criza de faliment. În același timp, există legături cauzale strânse între tipurile de criză examinate: criza strategică conduce la criza profitului, care la rândul ei duce la pierderea lichidității. Cauzate de factori interni și externi, reducerea vânzărilor are ca impact, pe de o parte, reducerea profitabilității și cauzarea pierderilor, iar pe de altă parte – reducerea nivelului de lichiditate și solvabilitate. Rezultatul legității dezvoltării simptomelor crizei financiare este datoria exorbitantă, insolvabilitatea și falimentul întreprinderii.

Etapa I. Criza strategică are loc atunci când potențialul de dezvoltare a întreprinderii (potențialul de inovare), care ar putea fi utilizat pentru o perioadă lungă de timp, este deteriorat în mod substanțial, epuizat, și (sau) nu poate fi creat unul nou, nu există nici o înlocuire a produselor învechite cu produse noi, care ar asigura o cifră de afaceri bună.

Etapa a II. Criza rezultatelor (criza operațională), descrie situația în care întreprinderea înregistrează pierderi și drept rezultat o reducere continuă a capitalului social, respectiv evoluează către un deficit bilanțier (exces de pasive peste active).

Etapa III. Criza lichidității rezultă din creșterea pierderilor, atunci când întreprinderea este amenințată de pierderea capacității de plată. În afară de aceasta, întreprinderea este în pericol de exces al pasivelor față de active.

Etapa IV. Criza falimentului este rezultatul acțiunii comune și simultane a factorilor negativi externi și interni, ponderea contribuției cărora poate fi diferită. În baza datelor studiilor

realizate în țările dezvoltate la falimentul întreprinderilor contribuie în proporție de 1/3 factorii externi și 2/3 cei interni.

Particularitatea modelului Muller constă în faptul că, rezultativitatea recunoașterii crizei este invers direcționată procesului de dezvoltare a crizei, adică deseori întreprinderea conștientizează că este în situație de criză și la ce etapă, doar în etapa crizei rezultatelor și crizei lichidității.

La rândul său, savanții ruși Z. Ayvazyan și V. Kirichenko disting patru etape ale crizei, care diferă în ceea ce privește conținutul, consecințele și măsurile necesare pentru a le elimina [131, p. 94-103].

Etapa I. Reducerea rentabilității și a volumelor profitului. Ca urmare a scăderii profitabilității și a marjelor de profit (o criză în sens larg), situația financiară a întreprinderii se înrăutățește și se reduc posibilele surse și rezerve de dezvoltare. Soluția problemei se află atât în domeniul gestiunii strategice (revizuirea strategiei, restructurarea întreprinderii), cât și tactice (reducerea costurilor, îmbunătățirea productivității).

Etapa II. Reducerea fondurilor de rezervă ale întreprinderii. Ca urmare a reducerii rentabilității producției, atestăm o reducere a fondurilor de rezervă ale întreprinderii (dacă există). În caz contrar, vine a treia etapă a crizei. Soluția problemei se află în domeniul gestiunii strategice și este implementată, de regulă, prin restructurarea întreprinderii.

Etapa III. Epuizarea sau absența fondurilor de rezervă. În cazul epuizării sau absenței fondurilor de rezervă, pentru a-și achita pierderile, întreprinderea este obligată să utilizeze o parte din capitalul circulant. Ca urmare, întreprinderea trece la regimul de reproducere redusă. Restructurarea nu mai poate fi utilizată pentru depășirea crizei, deoarece întreprinderea nu dispune de fondurile necesare pentru a o realiza. În această situație, sunt necesare măsuri operaționale urgente pentru a stabiliza poziția financiară a întreprinderii și pentru a găsi surse suplimentare de fonduri pentru restructurare. În cazul în care nu se iau astfel de măsuri sau constatăm eșecul acestora, criza ajunge la a patra etapă.

Etapa IV. Insolvența. Întreprinderea a atins un prag critic, când nu există niciun mijloc de a finanța chiar reproducerea redusă și (sau) plata obligațiilor anterioare. Există o amenințare reală de oprire a activităților de producție și (sau) de faliment. Sunt necesare măsuri urgente pentru restabilirea solvabilității întreprinderii și susținerea procesului de producție.

Autorul consideră că principalele avantaje ale clasificării etapelor crizei, propuse de Z. Ayvazyan și V. Kirichenko, sunt următoarele: în primul rând, sunt descrise consecințele destructive ale crizei la fiecare etapă; în al doilea rând, sunt indicate măsurile de depășire a crizei în etapele examinate. Dar această clasificare are o serie de dezavantaje: în primul rând, nu sunt

luate în considerare etapele precoce ale crizei, în al doilea rând, nu există criterii clare pentru identificarea etapelor a treia și a patra ale crizei.

Situația de criză poate fi, de asemenea, caracterizată drept o gestionare neeficientă a activelor și datoriilor creditoare ale întreprinderii, ceea ce provoacă ieșiri de numerar de la proprietari și, în cele din urmă, duce la satisfacerea incompletă a creanțelor creditorilor. Prin urmare, reiese următoarea clasificare a etapelor situației de criză, propuse de A. Yevseyev: criza pentru proprietarii întreprinderii, criza pentru creditori, etapa de reglementare legislativă în interesul creditorilor.

Etapa I. Criza pentru proprietari se manifestă prin deteriorarea situației financiare și economice a întreprinderii, care încă nu se reflectă în decontările cu creditorii. În calitate de criteriu poate servi încălcarea intereselor proprietarilor, adică pierderile reale ale resurselor investite în capitalul propriu. Ca bază de comparație, există investițiile alternative [177, p. 487].

Etapa a II. Criza pentru creditori este caracterizată prin satisfacția întârziată sau incompletă a creanțelor creditorilor. În același timp, întreprinderea este încă o entitate economică independentă, administrată de proprietar prin intermediul managementului angajat.

Etapa III. Reglementarea legislativă în interesul creditorilor. La această etapă, activitățile proprietarilor întreprinderii sunt limitate din punct de vedere legislativ pentru a proteja interesele creditorilor. Începutul etapei este adoptarea de către instanța de arbitraj a unei cereri de declarare a falimentului debitorului. Activitatea întreprinderii este controlată de instanța de arbitraj, de creditori și de administratorul insolvabilității.

Printre principalele avantaje ale acestei abordări sintetizăm următoarele: în primul rând, sunt indicate criteriile de identificare a etapelor crizei; în al doilea rând, autorul sugerează diferite strategii de restructurare pentru retragerea întreprinderilor din criză, în timp ce riscul și fezabilitatea financiară a opțiunilor de restructurare sunt criteriile pentru selectarea strategiilor, iar ultima circumstanță depinde foarte mult de etapa crizei. De asemenea, reținem următoarele dezavantaje: nu sunt luate în considerare etapele timpurii ale crizei.

În cadrul abordării sistemice a etapelor situațiilor de criză după savanții Muller, Ayvazyan-Kirichenko și Yevseev, și corelării acestora cu valoarea întreprinderii, autorul a identificat principalele caracteristici ale evoluției valorii întreprinderii în cadrul fiecărei etape ale crizei, care au fost reprezentate în figura 1.8. În așa mod, autorul a formulat propria viziune în abordarea etapelor crizei prin prisma valorii întreprinderii, și anume:

– *criza strategiei*, când are loc o reducere nesemnificativă a valorii întreprinderii, iar valoarea întreprinderii este superioară capitalului propriu;

– *criza rezultatelor*, când valoarea întreprinderii este egală sau inferioară capitalului propriu, dar valoarea întreprinderii este superioară datoriilor întreprinderii;

– *criza lichidității*, când valoarea întreprinderii se echivalează cu valoarea datoriilor;

– *criza falimentului*, când valoarea întreprinderii este inferioară mărimii datoriilor întreprinderii.

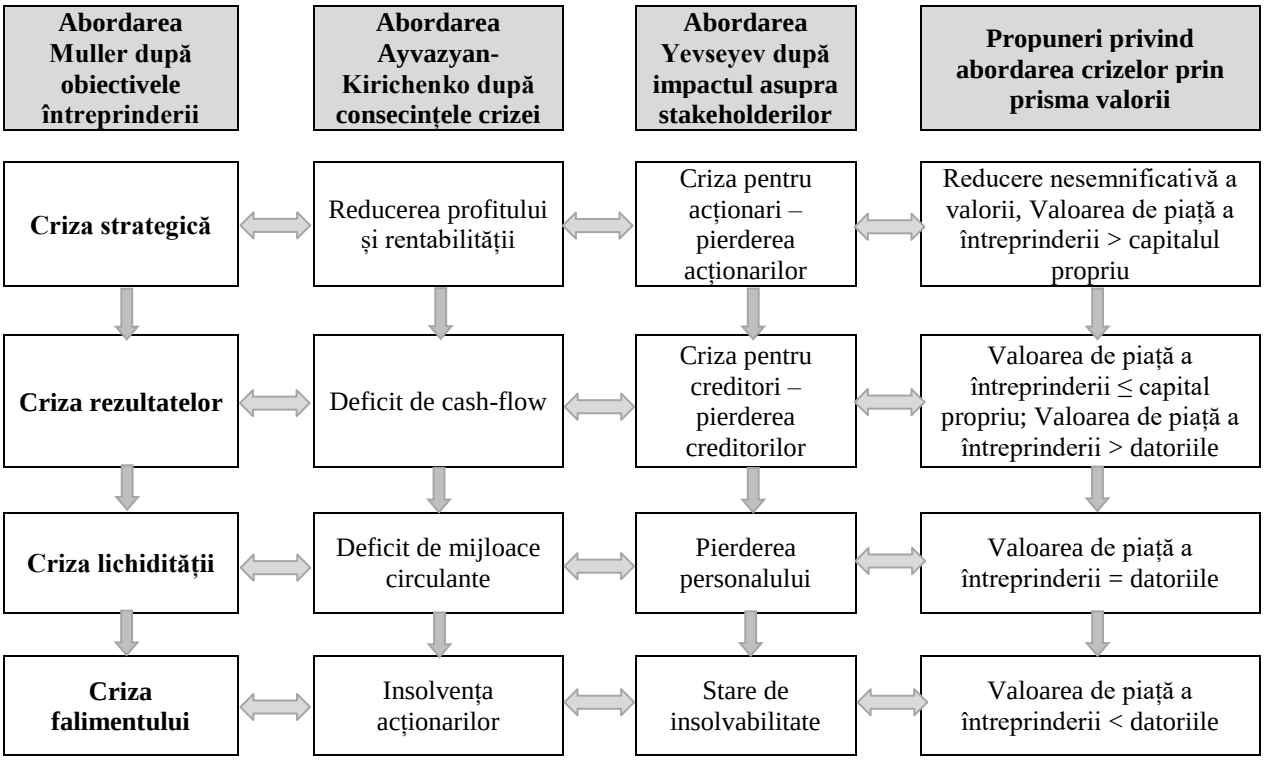


Figura 1.8. Abordarea sistemică a etapelor situațiilor de criză în corelare cu evoluția valorii întreprinderii

Sursa: sistematizată de autor în baza surselor [131, 177]

La rândul său, profesorul Universității din Bern, Elveția, Norbert Tom distinge fazele crizei în dependență de zonele în care aceasta reprezintă o amenințare la realizarea obiectivelor stabilite ale întreprinderii: criză strategiei, criza succesului și criza lichidității [171].

Potrivit lui N. Tom, *criza strategiei* (etapa I) este mai puțin vizibilă și nu atât de imediată. Deși poziția întreprinderii actuală (situația de succes) pare destul de satisfăcătoare, ofensiva crizei ar trebui diagnosticată, pentru depistarea eșecurilor în dezvoltarea întreprinderii.

Criza succesului (etapa II) se caracterizează printr-o abatere negativă a situației de facto față de cea planificată (de exemplu, vânzările, încasările de numerar, profiturile, rentabilitatea, costurile etc.).

Criza lichidității (etapa III) înseamnă o pierdere reală a solvabilității. Prin urmare, sunt necesare măsuri urgente, altfel întreprinderea va fi nevoită să părăsească piața.

Principalele avantaje ale acestei poziții sunt următoarele:

– în primul rând, este evidențiată etapa timpurie a crizei (criza strategică);

– în al doilea rând, sunt descrise simptomele crizei în etapele examinate;

– în al treilea rând, autorul propune efectuarea schimbărilor strategice pentru depășirea crizei, a căror ritm depinde de etapa crizei.

O poziție similară celei lui N. Tom este susținută de F. Rieger, care constată că neidentificarea timpurie a fenomenelor de criză limitează sfera de activitate pentru a o depăși. De obicei, crizele sunt depistate numai atunci când rezultatele activității de producție sunt reduse catastrofal și apar mari probleme de lichiditate, ceea ce pune întreprinderea pe punctul de faliment. Prin urmare, adesea regretăm faptul că criza nu a fost identificată la etapele anterioare (criza strategică sau criza rezultatelor).

În raport cu tratarea dinamică a crizei menționăm că particularitatea sa de bază este principiul sistemic și afirmarea: criza care nu duce la distrugerea sistemului, nu este altceva decât o etapă următoare în dezvoltarea lui. Astfel, sunt luate în considerare nu doar aspectele negative ale crizei, ci și posibilele consecințe pozitive ale acesteia. În acest caz, criza apare ca un proces de transformare a sistemului. E necesar să subliniem ireversibilitatea procesului, deoarece în rezultatul acumulării contradicțiilor, sistemul nu poate exista în forma sa inițială (pierde capacitatea de a se adapta în mod flexibil la schimbările din mediul extern). Prin urmare, condiția necesară depășirii crizei inevitabile este actualizarea [105]. Subliniem că literatura de specialitate acordă prioritate doar acestei interpretări largi ale crizei, care este cel mai frecvent întâlnită în cercetările ciclurilor economice.

Remarcăm că abordările științei economice moderne cu privire la această problemă sunt destul de neuniforme. În ciuda acestui fapt, teoria privind gestiunea situațiilor de criză a acceptat cu ușurință viziunea tradițională a interconectării crizei și a ciclului, adaptate la specificul subiectului interpretării dinamice. Esența acestui tip de interpretare poate fi redată prin intermediul a două ipoteze de bază, care sunt, de fapt, folosite în gestionarea situațiilor de criză ca axiome: a) *existența oricărui sistem socio-economic este ciclică*; b) *ciclurile sistemelor socio-economice sunt interdependente cu situațiile de criză*, care sunt prezentate ca o etapă integrată a dezvoltării. În acest sens, gestiunea oricărui sistem socio-economic, la orice etapă a funcționării sale, este considerată ca o gestiune anticriză. Concluzionând cele menționate, autorul recomandă: în primul rând, argumentarea necesității permanente și indispensabilitatea gestiunii anticriză și, în al doilea rând, acceptarea aplicării principiilor științifice și a metodelor de gestiune a situațiilor de criză, care trebuie să fie efectuate în mod continuu, în funcție de etapa de dezvoltare a sistemului gestionat de la gestiunea proactivă (profilactică) către cea reactivă și de la cea reactivă la cea de reabilitare.

Ciclurile de viață ale întreprinderii examinate în contextul situațiilor de criză stabilesc specificul sarcinilor de gestiune într-o anumită perioadă a funcționării întreprinderii. Opiniile diferite privind natura ciclului de viață, care există în literatura economică, pot fi reprezentate sub forma mai multor abordări științifice prezentate în tabelul 1.4.

Tabelul 1.4. Abordări existente privind natura ciclului de viață al întreprinderii

Abordările științifice	Reprezentanți
Abordarea factorială	A. Downes, R. Quinn, F. Liden, K. Cameron
Abordarea structurală	B. Scott, D. Katz, R. Kan, J. Kimberly
Abordare evolutivă	B. Lievegoed, F. Glasl, E.V. Kondratiev
Abordarea revoluționară	L. Greiner, V.G. Pluzhnikov, S.A. Shikina
Abordare evoluționist-teleologică	A.I. Adizes, G. Lippitt și W. Schmidt, D. Miller și P. Frizen, E.M. Korotkov

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [115, 130, 141]

În cercetările științifice, există diferențe semnificative în ceea ce privește caracteristica principală a separării etapelor ciclului de viață, a numărului, denumirilor și caracteristicilor acestora. Pentru cercetarea particularităților ciclului de viață a întreprinderii în contextul gestiunii valorii, un interes deosebit reprezintă abordarea evolutivă, revoluționară și evoluționist-teleologică.

Abordarea evolutivă, la baza căreia stă evidențierea „crizelor de creștere" și etapelor de dezvoltare a întreprinderii, este reprezentată de un număr mare de modele în cercetarea științifică din ultimii ani. Economistul Bernard Lievegoed [115] a fost unul dintre primii care a propus examinarea dezvoltării întreprinderii, aplicând o analogie cu dezvoltarea umană. Deci, pentru a descrie dezvoltarea întreprinderii, folosește termenul „organism social". Autorii A. Glazl și B. Lievegoed disting patru etape de dezvoltare (vezi tabelul 1.5). Principalul avantaj al acestui model îl reprezintă completitudinea sa și finalitatea logică. Modelul dispune de instrumente pentru diagnosticarea etapelor și gestiunea lor, însă, diferă printr-o complexitate a înțelegerii datorită folosirii legilor dialecticii.

Reprezentantul abordării revoluționare, L. Greiner [141, p. 76-94], dezvoltând punctele de vedere ale predecesorilor săi asupra ciclului de viață al întreprinderii, îl examinează ca trecerea întreprinderii prin cinci etape (vezi tabelul 1.5). Fiecare perioadă evolutivă își creează propria revoluție - perioadă care necesită o revizuire serioasă a metodelor de gestiune. Calea unei întreprinderi de la o etapă a dezvoltării sale la alta constă în depășirea crizei corespunzătoare acestei perioade de tranziție. Fiecare etapă este în același timp o consecință a celei anterioare și cauza etapei ulterioare. Fiecare perioadă evolutivă este caracterizată de un stil de conducere dominant folosit pentru susținerea creșterii, în timp ce fiecare perioadă revoluționară este caracterizată de o problemă dominantă de gestiune care trebuie rezolvată înainte ca creșterea să poată continua.

Modelul lui L. Greiner are o finalitate deschisă, savantul nu descrie faza finală a activității vieții întreprinderii (aceasta poate fi legată de ideea dezvoltării continue), ceea ce reprezintă un dezavantaj esențial al acestui model. Avantajele modelului pot fi numite: înțelegerea principiilor de ieșire din crizele organizaționale și o descriere detaliată a logicii dezvoltării întreprinderii.

Dezvoltând ideile lui L. Greiner, A.I. Adizes [130] aderă la abordarea evoluționist-teleologică și identifică zece etape ale ciclului de viață (vezi tabelul 1.5). Conceptul său atrage atenția asupra imposibilității de a sări peste aceste etape. Această teorie își concentrează atenția pe doi dintre cei mai importanți parametri ai vieții întreprinderii: flexibilitatea și controlul. În procesul de creștere, orice întreprindere se confruntă cu anumite dificultăți și probleme. În fiecare etapă a dezvoltării întreprinderii, acestea pot fi împărțite în două categorii: 1) așa-numitele boli de creștere, adică probleme cauzate de imaturitatea întreprinderii și care sunt dificil de evitat; 2) dificultățile care la anumite etape ale dezvoltării întreprinderii pot fi atribuite la boli de creștere, dar care nefiind depășite, se transformă în patologii pe care întreprinderea nu le mai poate vindeca în mod independent.

Autorul a identificat următoarele avantaje semnificative ale teoriei lui Adizes față de modele examinate anterior:

– în primul rând, modelul descrie în detaliu ceea ce se întâmplă în cadrul organizației, astfel detectând deviațiile patologie, ceea ce ajută managerii să se concentreze pe rezolvarea problemelor reale, dar să nu piardă eforturi asupra „bolilor de creștere”.

– în al doilea rând, modelul face posibilă prezicerea dezvoltării evenimentelor și apariției situațiilor de criză, astfel permițând-le să se pregătească în mod corespunzător pentru acestea.

Neajunsul modelului este lipsa unor criterii clare în dezvoltarea întreprinderii.

Rezumând modelele de mai sus, E.M. Korotkov [153] a propus un model care conține cinci etape ale ciclului de viață al unei întreprinderi: explerent (naștere), patient (dezvoltare), violent (maturitate), comutant (declin), letalent (moarte). Fiecare etapă corespunde stării întreprinderii la un moment dat și se caracterizează printr-un anumit comportament. Modelul descrie în detaliu toate etapele ciclului de viață al întreprinderii, dar nu dezvăluie motivele tranziției de la o etapă la alta și mecanismele posibilelor crize.

Cercetătorii moderni se îndreaptă spre modelul evolutiv-teleologic propus de D. Miller și P. Friesen. Acest model conține următoarele etape principale ale ciclului de viață al unei întreprinderi: crearea (nașterea), creșterea, maturitatea, descreștere (declinul); și posedă o serie de avantaje în comparație cu cercetările considerate anterior:

– descrie întregul proces al activității de la crearea întreprinderii până la declin (lichidare);

– reflectă obiectivele și sarcinile care stau în fața întreprinderii la fiecare etapă;

– dezvăluie cauzele trecerii la o nouă etapă (problemele);

– identifică criteriile de dezvoltare a întreprinderii la fiecare etapă, cu ajutorul cărora este posibil să se determine etapa de dezvoltare a unei anumite întreprinderi;

– are o logică clară a dezvoltării întreprinderii, însă particularitatea și noutatea acestui model este faptul că ultima etapă nu trebuie neapărat să se încheie cu moartea sau lichidarea întreprinderii. Este posibil să se ia în considerare varianta renașterii întreprinderii.

Potrivit autorului, în cercetarea savanților D. Miller și P. Friesen [118], sunt nivelate dezavantajele modelelor anterioare dezvoltate de alți autori.

Corelarea etapelor principalelor modele, cele mai des folosite în cercetarea științifică, cu situațiile de criză care pot apărea în viața întreprinderii este sistematizată de autor în tabelul 1.5.

Tabelul 1.5. Corelarea situațiilor de criză cu etapele ciclului de viață al întreprinderii

<table>
<tr><th>B. Lievegoed, F. Glasl ”Modelul dezvoltării dinamice a întreprinderii</th><th>L. Greiner ”Etapele dezvoltării și crizele creșterii organizației”</th><th>I. Adizes ”Teoria ciclurilor de viață a organizației”</th><th>E. Korotkov ”Etapele ciclului de viață al întreprinderii”</th><th>D. Miller, P. Friesen ”Traiectoria dezvoltării organizației”</th></tr>
<tr><td rowspan="4">Etapa de pioner</td><td rowspan="4">Dezvoltare prin creativitate</td><td>Îngrijire</td><td rowspan="4">Explerent</td><td rowspan="4">Crearea: etapa antreprenorială</td></tr>
<tr><td>Copilărie</td></tr>
<tr><td>Moartea în copilărie</td></tr>
<tr><td>Haide-haide</td></tr>
<tr><td>Criza etapei de pionier</td><td>Criza de lider</td><td>Capcana fondatorului sau a nepotismului</td><td>Criză</td><td>Criză</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Etapa de diferențiere</td><td>Dezvoltare prin gestiune directivă</td><td rowspan="3">Tinerețe</td><td>Patient</td><td>Creșterea: etapa colectivă</td></tr>
<tr><td>Criza autonomiei</td><td>Criză</td><td>Criză</td></tr>
<tr><td>Dezvoltare prin delegare</td><td>Violent</td><td>Maturitate: etapa formalizării și gestiunii</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Criza etapei de diferențiere</td><td>Criza controlului</td><td rowspan="3">Îmbătrânire prematură</td><td rowspan="3">Criză</td><td rowspan="3">Criză</td></tr>
<tr><td>Dezvoltare prin coordonare</td></tr>
<tr><td>Criza ”drapelelor roșii”</td></tr>
<tr><td>Etapa de integrare</td><td>Dezvoltare prin coordonare și participare</td><td>Dezvoltarea</td><td>Comutant</td><td>Maturitate: etapa elaborării structurii</td></tr>
<tr><td>Criza etapei de integrare</td><td rowspan="4">Criză</td><td>Stabilizare</td><td>Criză</td><td>Criză</td></tr>
<tr><td rowspan="3">Etapa de asociere</td><td>Aristocratism</td><td rowspan="3">Letalent</td><td rowspan="3">Dezvoltare sau declin</td></tr>
<tr><td>Birocratizare prematură</td></tr>
<tr><td>Moarte</td></tr>
</table>

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [115, 118, 130, 141]

În fiecare model sunt propuse criterii diferite pentru clasificarea etapelor ciclului de viață al întreprinderii, prin urmare, metodele de gestiune caracteristice fiecărei etape vor fi diferite. Autorii nu dau criterii cantitative clare pentru a distinge aceste etape, modelele sunt mai degrabă

intuitive și sunt considerate din punct de vedere calitativ. Sarcina principală a autorilor este dezvoltarea unor metode de gestiune adecvate fiecărei etape a ciclului de viață. O analiză comparativă a principalelor modele ale ciclului de viață al întreprinderilor arată că modelul cel mai complet, sistematic și practic este modelul dezvoltării dinamice a întreprinderii dezvoltat de către D. Miller și P. Friesen [118]. Utilizarea acestui model în diagnosticarea, gestiunea etapelor și tranziția de la o etapă la alta este cea mai justificată.

Revenind la interpretarea statică a crizei, observăm că una dintre caracteristicile cele mai detaliate ale situației de criză în raport cu întreprinderea, aparține savanților Anthony Wienner și German Kahn (1962), care au formulat douăsprezece caracteristici definitorii ale crizei [125]. În opinia noastră, aceste caracteristici pot fi împărțite în două grupuri: în primul rând, *caracteristici obiective,* care nu depind în mod direct de participanții la procesul de criză; în al doilea rând, *caracteristici subiective,* asociate cu percepția crizei din partea persoanelor implicate într-o situație de criză. În anexa 7 am regrupat aceste caracteristici pentru a arăta relația lor logică.

Însă caracterizarea lui Winner-Kahn nu este lipsită de neajunsuri. Cauzele situațiilor de criză nu sunt ordonate, inclusiv după nivelul de semnificație. Un sistem mai reușit al cauzelor situațiilor de criză, care a primit o recunoaștere largă în teoria și practica de gestiune a crizelor, este formulat în studiile lui Charles Herman (1963), dedicate particularităților crizei în organizații [110, p. 61-82]. În cadrul acestei abordări, trăsăturile caracteristice ale crizei sunt *imprevizibilitatea, amenințarea și deficitul de timp pentru reacție*. Remarcăm faptul că așa caracteristici precum amenințarea și lipsa de timp cu privire la adoptarea deciziilor anticriză, într-un fel sau altul, sunt prezente în majoritatea definițiilor situației de criză, după cum menționează savantul Charles Herman [110, p. 61-82]. În special, unul dintre fondatorii managementului strategic Igor Ansoff menționează drept trăsături definitorii ale situațiilor de criză în cadrul întreprinderii următoarele: amenințarea existenței și deficitul acut de timp pentru adoptarea de măsuri anticriză [133, pp. 292-293].

În viziunea noastră, situațiile de criză ale întreprinderii trebuie privite în legătură cu caracteristicile generale ale situațiilor de criză descrise mai sus. Luând în considerare logica propusă, în continuare vom aborda conținutul criteriilor financiare ale situațiilor de criză ale întreprinderii și corelarea acestora cu sistemul de gestiune a valorii întreprinderii, care ulterior ne vor permite argumentarea mecanismului depășirii situațiilor de criză cu ajutorul valorii întreprinderii. Rezultatele obținute sunt prezentate în formă sintetică în figura 1.9.

În definițiile situațiilor de criză ale întreprinderilor, deseori este accentuată o asemenea caracteristică precum realizarea amenințărilor în contextul *obiectivelor prioritare de dezvoltare* a întreprinderii. În același timp, obiectivele prioritare în acest caz sunt tratate foarte larg și

ambiguu. După cum afirmă savanții ruși Y. Sokolov și T. Terentyeva [169, p. 547-548], orice obiective în acest sens ar trebui corelate cu obiectivele părților interesate (stakeholder-ilor). Dezvoltând acest punct de vedere, putem distinge două abordări de bază ale interpretării acestei probleme.

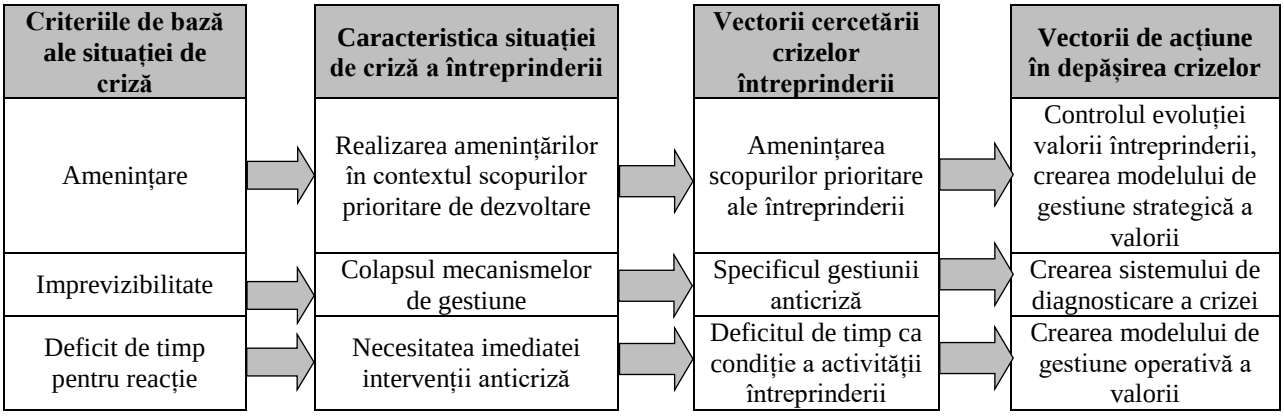


Figura 1.9. Strategii de depășire a situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii
Sursa: elaborată de autor

Prima abordare este axată pe domeniul *intereselor proprietarilor*, corelând cu necesitatea de a maximiza profiturile sau mai degrabă beneficiile economice corespunzătoare în sensul cel mai larg. În acest caz, drept indicatori ai stării performante a întreprinderii nu sunt doar o varietate de indicatori ai rentabilității întreprinderii, care sunt estimați prioritar în baza situațiilor financiare, dar și valoarea de piață a capitalului propriu, reducerea constantă a căruia este un indiciu al dificultăților financiare [122]. Această abordare este cel mai des tratată în literatura de specialitate.

A doua abordare corespunde intenției *echilibrării intereselor părților interesate* (stakeholder-ilor), la care se referă nu numai proprietarii, dar și managerii, muncitorii, partenerii, reprezentanții comunității financiare, precum și un cerc larg de părți potențial interesate, inclusiv concurenți, reprezentanți ai diferitelor ramuri ale puterii de stat și organizații non-guvernamentale [108, p. 53-56].

Corelarea acestor două abordări va genera o gestiune eficientă a valorii întreprinderii în depășirea situației de criză.

După cum menționează savantul american Alfred Rappaport în lucrarea sa *"Creating shareholder value. A guid for managers and investors"* [122], aceste abordări nu trebuie examinate ca reciproc excluse. În particular, în baza cercetărilor empirice, echilibrul intereselor proprietarilor și managerilor are un efect pozitiv asupra valorii de piață a întreprinderii.

În cadrul teoriei relațiilor de agent formulate de savanții M. Jensen și W. Meckling [112, p. 305-360], care actualmente se atribuie la bazele fundamentale ale finanțelor corporative,

managerii întreprinderii, acționând în calitate de reprezentanți ai proprietarilor și creditorilor, sunt chemați să asigure echilibrul intereselor lor, precum și intereselor altor stakeholderi. Prin urmare, managementul ineficient constituie cauza principală ale situațiilor de criză ale întreprinderii. În baza unor estimări ale cercetărilor din domeniu [112, 177, 179], la erorile conducerii sunt atribuite mai mult de jumătate din cauzele crizelor întreprinderilor. În același timp, cauzele crizelor sunt destul de variate, încât este dificil de a previziona precis și la timp momentul producerii crizei, profunzimea, specificitatea și consecințele sale. În acest context, o importanță deosebită revine instrumentelor de diagnosticare și tratare a crizei ca o funcție importantă a gestiunii anticriză.

Managementul anticriză în contextul gestiunii valorii întreprinderii prezintă crearea unui sistem de principii și metode, de elaborare și realizare a unui complex de decizii manageriale, îndreptate spre prevenirea și depășirea reducerii valorii întreprinderii, precum și minimizarea consecințelor negative asupra întreprinderii.

Scopul principal al gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză este recuperarea situației financiare a întreprinderii și minimizarea reducerii valorii ei, cauzate de crizele financiare.

În accepțiunea autorului, în procesul realizării scopului său principal, deciziile manageriale aferente gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză trebuie să soluționeze următoarele sarcini de bază:

1. Implementarea unui sistem de monitorizare a valorii, care va semnaliza managementul întreprinderii privind evoluția valorii și care se va realiza prin:
   - diagnosticul-expres a declanșării crizei;
   - stabilizarea situației financiare interne în dependență de perioada ciclului de viață.
2. Implementarea unui sistem de pilotaj al valorii, care se va realiza prin:
   - gestiunea operativă a valorii (pe termen scurt);
   - gestiunea strategică a valorii (pe termen lung).
3. Implementarea sistemului de control al valorii:
   - evaluarea rezultatelor de tip planificat-realizat;
   - corectarea obiectivelor financiare, a setului și mărimilor indicatorilor.

Reieșind din sarcina susmenționată, considerăm că acestea pot sta la baza sistemului decizional al gestiunii valorii și recomandăm următorul model al sistemului managementului valorii (figura 1.10):

Diagnosticul, menit să identifice semnalele crizei poate avea un caracter *preliminar, curent sau ulterior* și, în cazul în care ne ghidăm de axiomele de gestiune anticriză a valorii întreprinderii, trebuie să fie efectuat în mod *continuu*, asigurând posibilitatea argumentării deciziilor de gestiune în condiții de deficit acut de timp. În acest sens constatăm că, din punctul nostru de vedere, există o diferență principială între gestionarea anticriză a valorii întreprinderii de tip *reactiv* și *proactiv*.

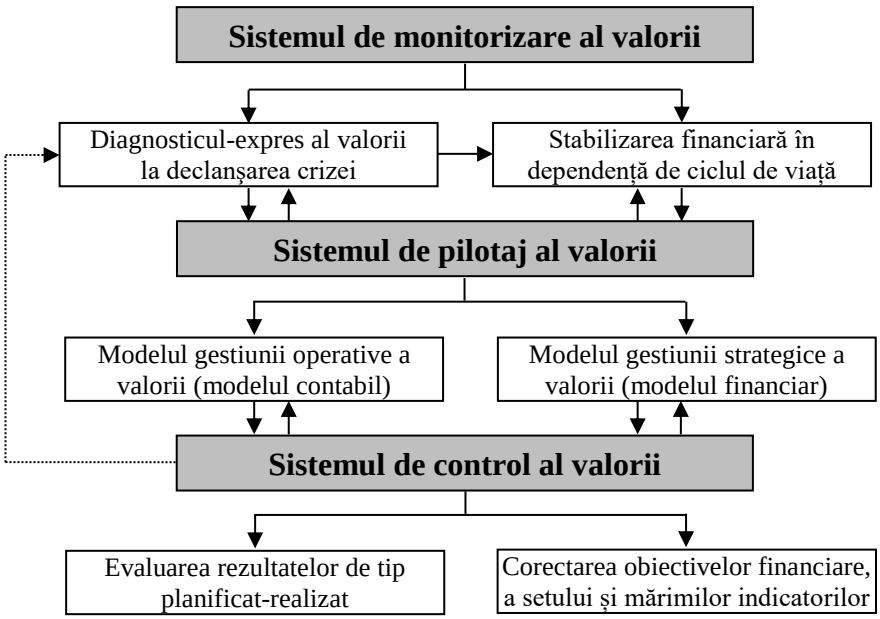


Figura 1.10. Sistemul decizional al gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză
Sursa: elaborată de autor

Gestiunea anticriză reactivă înseamnă că situația de criză este determinantă, specificând vectorul deciziilor manageriale și limitând în mod substanțial posibilele alternative de acțiune și timpul de realizare a acestora.

Gestiunea anticriză proactivă se caracterizează prin rolul activ al subiectului de gestiune, determinând strategia și tactica corespunzătoare. Este evident că o condiție indispensabilă a gestiunii anticriză proactive o constituie diagnosticul, inclusiv diagnosticul financiar.

Din definițiile de mai sus reiese necesitatea proiectării sistemului de diagnostic financiar corporativ ținând cont de legitățile de dezvoltare a întreprinderii. O abordare sistemică în rezolvarea acestei sarcini non-triviale, implică aplicarea modelelor ciclului de viață al întreprinderii, care stabilește orientările pentru a defini cerințele pentru starea corectă, logica funcționării și determinării direcțiilor de dezvoltare a întreprinderii. Astfel, justificarea conceptului de diagnostic financiar corporativ în cadrul ciclului de viață al întreprinderii constituie o direcție de cercetare promițătoare, în ciuda faptului că existența unui anumit ciclu este adesea pusă la îndoială.

Detectarea în timp util a abaterilor, va permite managementului întreprinderii să ia măsuri în timp util pentru a neutraliza fenomenele nedorite și pentru a corecta direcția de dezvoltare. De regulă, întreprinderea se confruntă cu un fapt deja realizat al crizei, când principalii indicatori financiari ai activităților sale au deja devieri față de cei optimi. În acest context, considerăm indispensabil demersul nostru în vederea cercetării procesului de declanșare a crizei și etapelor de dezvoltare a acesteia, care ne vor permite să identificăm situația de criză la etapa incipientă și să luăm măsuri în timp util pentru a ne pregăti de criză și pentru a o depăși.

1.4. Concluzii la capitolul 1

În cadrul capitolului dat, autorul și-a propus realizarea următoarelor *obiective*:

– studierea conceptuală a noțiunilor de valoare și gestiune a valorii întreprinderii, aprecierea rolului și impactului activității financiare asupra valorii întreprinderii;

– examinarea indicatorului valorii întreprinderii prin prisma importanței acestuia pentru dezvoltarea întreprinderii, analiza teoriilor și modelelor de bază existente în vederea gestiunii valorii întreprinderii;

– cercetarea situațiilor de criză în activitatea întreprinderii, determinarea rolului și particularităților redresării situației de criză în sistemul managementului financiar prin prisma teoriei valorii întreprinderii;

În urma realizării obiectivelor trasate, am obținut următoarele *rezultate*:

1. S-a determinat dimensiunea teoretică a conceptului de valoare a întreprinderii, în cadrul căreia a fost elucidat aspectul financiar al noțiunii de valoare a întreprinderii. Pentru a demonstra corelarea noțiunii de valoare a întreprinderii cu aspectele activității financiare a întreprinderii, autorul a studiat proprietățile financiare ale noțiunii de valoare și evoluția teoriilor valorii.

În cadrul cercetărilor efectuate, remarcam că conceptul de valoare a întreprinderii este definit în mod diferit de diverși cercetători, unii consideră că valoarea întreprinderii este determinată de valoarea activelor de care dispune întreprinderea, alții - de posibilitățile de utilizare eficientă a activelor date, cu scopul de a genera fluxuri monetare stabile și crescătoare. Prin urmare, menționăm că un element comun al tuturor definițiilor este dimensiunea financiară a conceptului de valoare a întreprinderii, care adițional demonstrează ca valoarea întreprinderii este influențată direct de activitatea financiară a întreprinderii.

2. Autorul a constatat, că în cadrul definițiilor cercetate nu este dezvăluit aspectul valorii în calitate de instrument de gestiune a întreprinderii și indicator al succesului activității întreprinderii, care ar crea noi oportunități de utilizare a valorii în procesele decizionale și manageriale ale întreprinderii.

În acest context, a fost propusă concretizarea definiției conceptului de *valoare a întreprinderii* care, în *viziunea autorului* prezentei teze, constituie *un indicator analitic de estimare a eficienței activității întreprinderii, care caracterizează perspectivele de creștere ale întreprinderii, eficiența gestiunii activelor și pasivelor întreprinderii cu scopul de a genera beneficii stabile și crescătoare pentru proprietari, manageri, angajați, creditori, stat și societate în general*.

Definiția propusă, extinde și concretizează esența realizării valorii și favorizează construirea unui sistem eficient de gestiune a proceselor de formare a valorii, în particular, și un sistem de gestiune a activității întreprinderii, în general. În viziunea autorului, 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. Noțiunea de valoare de piață a întreprinderii, utilizată des în cadrul activității practice, în accepțiunea autorului, diferă de noțiunea de valoare a întreprinderii. Prin urmare, considerăm important de a delimita aceste două concepte, deoarece valoarea întreprinderii este un indicator al eficienței activității întreprinderii, utilizat de către proprietari în scopurile gestiunii întreprinderii și luării deciziilor de gestiune, iar valoarea de piață a întreprinderii este utilizată în procesul de înstrăinare a întreprinderii.

Pentru a contura diferența între aceste concepte, în continuare vom preciza definiția conceptului de *valoare de piață a întreprinderii* care *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.*

4. La etapa contemporană, maximizarea valorii de piață a întreprinderii constituie obiectivul fundamental al sistemului de gestiune a întreprinderii. Respectiv, problema creșterii valorii întreprinderii poate fi rezolvată prin implementarea unei noi metode de gestiune a întreprinderii, și anume gestiunea valorii întreprinderii.

Prin urmare, autorul dezvoltă definiția noțiunii de *gestiune a valorii întreprinderii* ca fiind *o metodă de conducere, care presupune un proces ciclic și continuu de decizii strategice și operative la toate nivelurile întreprinderii (de la consiliu de administrație până la managerii de nivel operațional) în vederea maximizării valorii actuale și viitoare a întreprinderii, bazat pe un sistem de indicatori interdependenți cu impact asupra valorii.* Într-o accepțiune mai simplă, prin

gestiunea valorii subînțelegem totalitatea deciziilor și măsurilor îndreptate spre schimbarea valorii curente a întreprinderii.

5. Analiza teoriilor și modelelor existente cu privire la gestiunea valorii întreprinderii ale savanților F. Modigliani, M. Miller, A. Rappaport, B. Stewart, D. Stern, A. Damodaran, T. Copeland, T. Koller, D. Murrin, I. Egherev, S. Mordașov, A. Secrieru, V. Savciuc, au conturat următoarele determinante de bază ale valorii: fluxurile monetare așteptate; riscul investițiilor, valoarea atragerii și deservirii capitalului; potențialul așteptat de creștere (extindere) a întreprinderii; posibilitatea de apariție și existență a efectelor benefice în viitor.

6. În situație de criză, valoarea întreprinderii constituie un indicator de bază în evaluarea situației financiare a întreprinderii, competitivității sale și a echilibrului intereselor între diferite părți interesate în activitatea întreprinderii (acționari, manageri, creditori, stat etc.).

Pentru a soluționa problema redresării întreprinderilor aflate în situație de criză, autorul a efectuat o abordare integrată a proceselor generatoare de valoare cu etapele procesului de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii. În urma cercetării sistemice a etapelor situațiilor de criză în corelare cu valoarea întreprinderii, autorul a formulat următoarele propuneri privind identificarea etapelor crizei în baza evoluției indicatorilor valorii:

– *criza strategiei*, când are loc o reducere nesemnificativă a valorii întreprinderii, iar valoarea întreprinderii este superioară capitalului propriu;

– *criza rezultatelor*, când valoarea întreprinderii este egală sau inferioară capitalului propriu, dar valoarea întreprinderii este superioară datoriilor întreprinderii;

– *criza lichidității*, când valoarea întreprinderii se echivalează cu valoarea datoriilor;

– *criza falimentului*, când valoarea întreprinderii este inferioară mărimii datoriilor întreprinderii.

7. În baza rezultatelor cercetării criteriilor și caracteristicilor situațiilor de criză, autorul a argumentat mecanismul depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii, care conține trei vectori de acțiune:

– controlul evoluției valorii întreprinderii prin crearea modelului de gestiune strategică a valorii, prin care vom neutraliza criteriul de amenințare al crizei;

– crearea sistemului de diagnosticare a distrugerii de valoare, prin care vom neutraliza criteriul de imprevizibilitate al crizei;

– intervenția imediată în gestiunea crizei prin crearea modelului de gestiune operativă a valorii întreprinderii, prin care vom neutraliza criteriul deficitului de timp pentru reacție al crizei.

8. Pentru atingerea scopului principal al gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză, adică recuperarea situației financiare a întreprinderii și minimizarea reducerii valorii ei, autorul propune un sistem de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, format din trei nivele de bază, și anume:

– implementarea unui sistem de monitorizare a valorii, care va semnaliza managementul întreprinderii privind evoluția valorii, care se va realiza prin: diagnosticul-expres a declanșării crizei și stabilizarea situației financiare interne în dependență de perioada ciclului de viață.

– implementarea unui sistem de pilotaj al valorii, care se va realiza prin: gestiunea operativă a valorii (pe termen scurt) și gestiunea strategică a valorii (pe termen lung).

– implementarea sistemului de control al valorii, prin: evaluarea rezultatelor de tip planificat-realizat și corectarea obiectivelor financiare, a setului și mărimilor indicatorilor.

8. Cercetarea ulterioară și fundamentarea teoretico-practică a acestor vectori de acțiune va permite soluționarea *problemei științifice* importante, și anume utilizarea mecanismului de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză și asigurarea unei dezvoltări sustenabile a întreprinderii, iar *direcțiile de soluționare a problemei de cercetare* vor fi axate pe dezvoltarea unui sistem de diagnosticare a situației de criză, particularităților gestiunii crizei în baza valorii și dezvoltarea modelelor de gestiune a valorii în practica corporativă autohtonă.

Rezultatele obținute ne permit să constatăm următoarele elemente de *noutate științifică*:

1. Dezvoltarea conceptelor de „valoare a întreprinderii”, „valoare de piață a întreprinderii” și „gestiune a valorii întreprinderii” prin prisma dimensiunii financiare a activității întreprinderii.

2. În rezultatul abordării integrate a proceselor generatoare de valoare cu etapele procesului de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii, a fost propus mecanismul de identificare a etapei crizei organizaționale în funcție de evoluția indicatorilor valorii și au fost sintetizate patru etape ale crizei prin prisma valorii: criza strategiei, criza rezultatelor, criza lichidității și criza falimentului.

3. În baza rezultatelor cercetării criteriilor și caracteristicilor situațiilor de criză, a fost argumentat mecanismul depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii, care conține trei vectori de acțiune: controlul evoluției valorii întreprinderii, crearea sistemului de diagnosticare a distrugerii de valoare și mecanismului de intervenție imediată în gestiunea crizei.

4. A fost fundamentat și argumentat sistemul de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză format din 3 nivele de bază: sistemul de monitorizare a valorii; sistemul de pilotaj al valorii și sistemul de control al valorii.

2. PARTICULARITĂȚILE METODOLOGICE ALE GESTIUNII VALORII ÎN REDRESAREA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERILOR

2.1. Abordări privind diagnosticul situației de criză și specificul gestiunii acesteia

Soluționând problema gestiunii valorii întreprinderii în depășirea situației de criză în baza modelului propus în paragraful 1.3 al prezentei teze, *în primul rând,* considerăm important stabilirea unui mecanism de diagnosticare a situației de criză, și anume a situației în care întreprinderea începe să-și piardă din valoare, ceea ce constituie semnalul prematur de intrare în criză a întreprinderii.

Luând în considerare că situațiile de criză pot fi generate atât de factori interni, cât și de factori externi, iar cercetarea noastră este axată pe studierea factorilor financiari interni ai gestiunii valorii întreprinderii, considerăm important, în cadrul stabilirii particularităților gestiunii valorii în redresarea întreprinderilor autohtone, de a diagnostica mediul în care activează întreprinderile industriale autohtone, care ulterior ne vor ajuta în fundamentarea unor decizii financiare la nivel microeconomic.

2.1.1. Diagnosticul mediului de activitate a întreprinderilor din Republica Moldova

Activitatea eficientă a sectoarelor economiei naționale reprezintă un factor primordial al stabilității financiare și creșterii valorii întreprinderilor autohtone. Luând în considerare că crizele macroeconomice corelează cu crizele organizaționale, iar în unele cazuri au un impact direct în declanșarea crizelor la nivel de întreprindere, pentru a elabora mecanismul metodologic de gestiunea a valorii întreprinderii în situație de criză, considerăm importantă analiza mediului macroeconomic de activitate a întreprinderilor din Republica Moldova.

În perioada analizată, anii 2012-2015, economia Republicii Moldova a înregistrat ascensiuni, cât și declin în dezvoltare, argumentat de autor prin elucidarea mediului macroeconomic de activitate a întreprinderilor în baza analizei următorilor indicatori macroeconomici cu impact asupra rezultatelor activității la nivel micro: PIB, rata inflației, cursul de schimb, volumul producției industriale, numărul total de întreprinderi, evoluția activelor și pasivelor întreprinderilor autohtone, structura acestora și rezultatele financiare obținute.

PIB în valoare nominală a avut un trend crescător pe parcursul perioadei analizate, evoluând de la 88,2 mld. lei în 2012 până la 150 mld. lei în 2017, vezi figura 2.1. Însă, creșterea reală a PIB a evoluat neuniform, astfel în anii 2014-2015 constatăm un trend descrescător de la 9,4% în 2013 până la -0,4% în 2015, ca apoi în anii 2016-2017 să înregistrăm un trend crescător

în mărime de 4,3 - 4,5% anual. Totodată, menționăm că în anul 2012 la formarea a 71,3% din PIB au contribuit întreprinderile mari, pe când în anul 2017, cota contribuției întreprinderilor mari la formarea PIB se reduce la 68,2%.

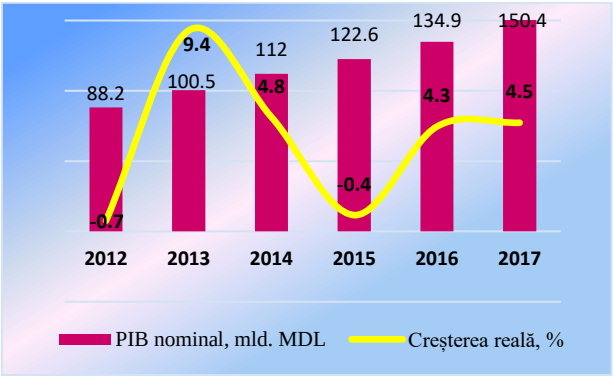


Figura 2.1. Evoluția PIB și creșterea reală a economiei

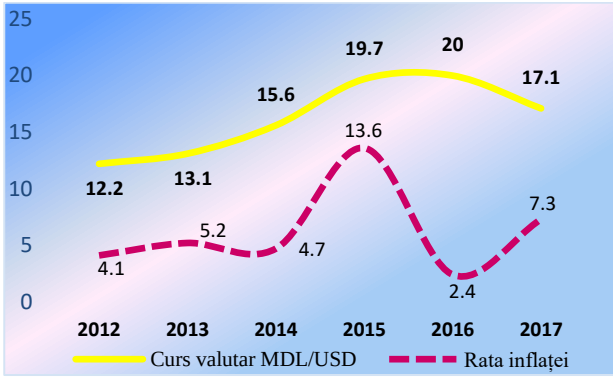


Figura 2.2. Evoluția cursului valutar și ratei inflației

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

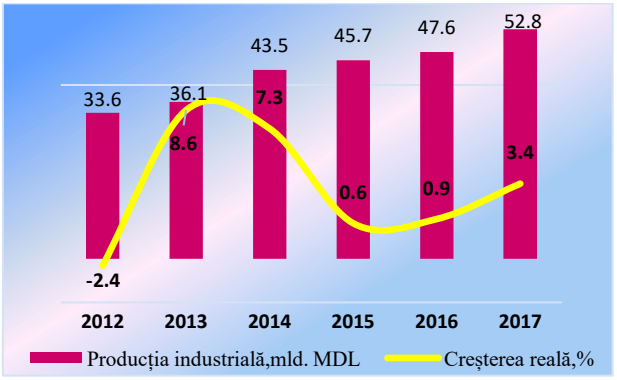
Chiar dacă a dat primele semne de revigorare în anii 2016-2017, economia a rămas vulnerabilă în fața unui șir de factori atât interni, cât și externi: sancțiunile reciproce dintre Federația Rusă și Uniunea Europeană, restricțiile impuse la importul unor produse agricole din Moldova de către autoritățile de resort din Federația Rusă și recesiunea din această țară, criza din Ucraina, problemele din sectorul bancar, diminuarea continuă a volumului transferurilor bănești ale persoanelor fizice din străinătate, etc. În rezultat, activitatea sectorului industrial a stagnat, iar investițiile s-au diminuat semnificativ.

Rata inflației a evoluat neuniform în perioada analizată, înregistrând valori minime în anul 2016 în mărime de 2,4% și valori maxime în 2015 - 13,6% (figura 2.2). Analizând evoluția inflației *din ultimii doi ani* remarcăm următoarele. Dinamica descendentă a inflației în 2016 a fost determinată, în general, de stabilitatea cursului de schimb, precum și diminuarea prețurilor mondiale la resursele energetice, iar traiectoria ascendentă a ratei anuale a inflației în 2017 a fost determinată, în principal, de presiunile acumulate din partea prețurilor la produsele alimentare ca urmare a unor condiții agrometeorologice mai puțin favorabile în anul 2017. Totodată, valorile înalte ale inflației au fost susținute și de impactul majorărilor de tarife la unele servicii reglementate, mai ales la începutul anului 2017. Însă, tendința de apreciere a monedei naționale în perioada de referință a atenuat influența factorilor pro-inflaționiști menționați mai sus.

Cursul de schimb, evoluția monedei naționale în raport cu dolarul SUA a înregistrat un trend de depreciere până în anul 2016, ca în anul 2017 să se aprecieze cu 14,4% (figura 2.2). Principalii factori care au determinat fluctuațiile monedei naționale au fost: diminuarea

exporturilor și remiterilor valutare de peste hotare, oscilațiile dolarului SUA pe pieţele valutare internaţionale și politica monetară strictă a BNM.

Volumul producției industriale a înregistrat o evoluție ascendentă în perioada analizată, evoluând de la 33,6 mld. lei în anul 2012 până la 52,8 mld. lei în anul 2017 (figura 2.3). Totodată, creșterea reală a avut o evoluție neuniformă, nivelul inferior fiind înregistrat în anul 2012 în mărime de -2,4%, iar nivelul superior în mărime de 8,6% în anul 2013.



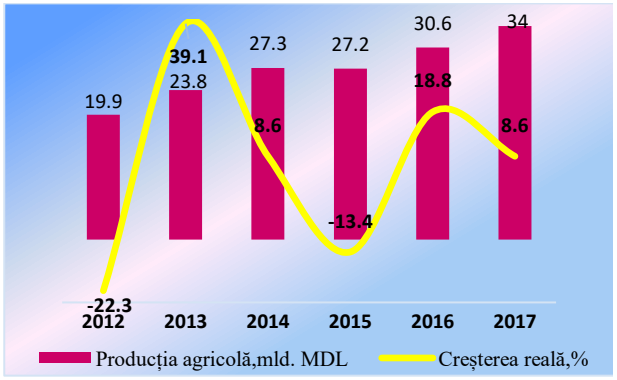
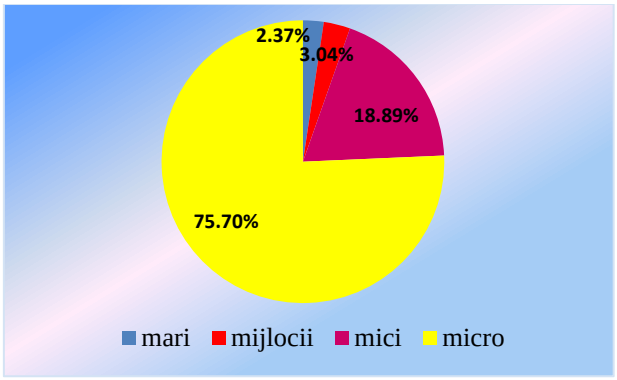


Figura 2.3. Evoluția producției industriale **Figura 2.4. Evoluția producției agricole**

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Volumul producției agricole a evoluat în creștere, înregistrând în anul 2012 valoarea de 19,9 mld. lei, iar în anul 2017 - 34 mld. Lei (figura 2.4). Creșterea reală în perioada analizată a avut un trend neuniform, înregistrând următoarele limite minime și maxime: -22,3% în anul 2012 și 39,1% în anul 2013.

Numărul total de întreprinderi în perioada analizată a crescut cu 7,1%, de la 50,7 mii de întreprinderi în anul 2012 până la 54,3 mii în anul 2017. În urma analizei evoluției structurii întreprinderilor după mărimea acestora prezentată în figura 2.5, constatăm că pe parcursului perioadei analizate s-a majorat esențial ponderea microîntreprinderilor de la 75,7% la 85,04%, din contul diminuării ponderii întreprinderilor mari cu 0,9%, mijlocii cu 0,59% și mici cu 7,74%.



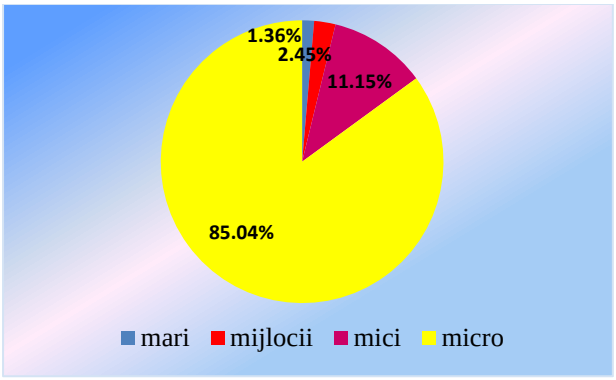


Figura 2.5. Structura întreprinderilor după mărime în anul 2012 în comparație cu 2017

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

O analiză detaliată a evoluției întreprinderilor după mărimea întreprinderii, repartizarea teritorială și numărul mediu de personal este prezentată în tabelul 2.1.

Tabelul 2.1. Evoluția numărului total de întreprinderi și a numărului de personal pentru anii 2012-2017

Indicatori	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Număr total de întreprinderi, mii, inclusiv:	50,7	52,2	53,7	51,2	52,3	54,3
I. după mărimea întreprinderii[5]*:*						
- mari	1,2	1,4	1,4	0,66	0,69	0,74
- mijlocii	1,54	1,56	1,6	1,27	1,29	1,33
- mici	9,57	9,87	10,1	5,85	5,78	6,06
- micro	38,34	39,46	40,62	43,4	44,5	46,2
II. după repartizarea teritorială:						
- Municipiul Chișinău	33,58	34,51	35,43	33,28	33,92	34,9
- Nord	5,99	6,16	6,37	6,3	6,4	6,7
- Centru	7,14	7,52	7,83	7,59	7,89	8,37
- Sud	2,58	2,66	2,76	2,69	2,72	2,84
- U.T.A Gagauzia	1,39	1,40	1,35	1,36	1,39	1,49
2. Numărul mediu de personal, mii, inclusiv repartizat pe întreprinderi:	519,9	525,2	519,4	510,3	512,5	528,6
- mari	219,6	226,8	227,7	193,3	198,9	205,3
- mijlocii	87,6	87,6	85,89	102,2	101,5	103,5
- mici	122,2	122,87	119,29	109,8	107,2	112,0
- micro	90,4	87,98	86,55	104,9	104,8	107,8

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Activele totale ale întreprinderilor au înregistrat un trend crescător, evoluând de la 351,6 mld. lei în anul 2015 până la 393,5 mld. lei în anul 2017 (figura 2.6).

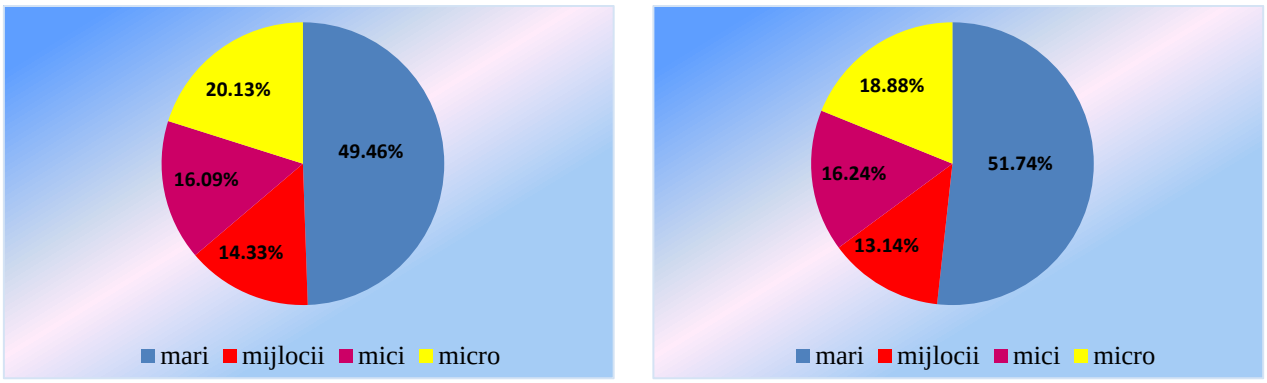


Figura 2.6. Structura activelor după mărimea întreprinderilor în anul 2015 în comparație cu 2017

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

[5] a) întreprindere micro – întreprindere care are cel mult 9 salariaţi, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 9 milioane de lei sau deţine active totale de până la 9 milioane de lei;
b) întreprindere mică – întreprindere care are până la 49 de salariaţi, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 25 de milioane de lei sau deţine active totale de pînă la 25 de milioane de lei și nu este întreprindere micro;
c) întreprindere mijlocie – întreprindere care are pînă la 249 de salariaţi, realizează o cifră anuală de afaceri de până la 50 de milioane de lei sau deţine active totale de până la 50 de milioane de lei și nu este întreprindere micro sau mică.

Structura activelor practic nu a suferit schimbări în perioada analizată și a înregistrat următoarea proporție în anul 2017: 50,7% au constituit activele imobilizate, iar 49,3% - activele circulante (figura 2.7).

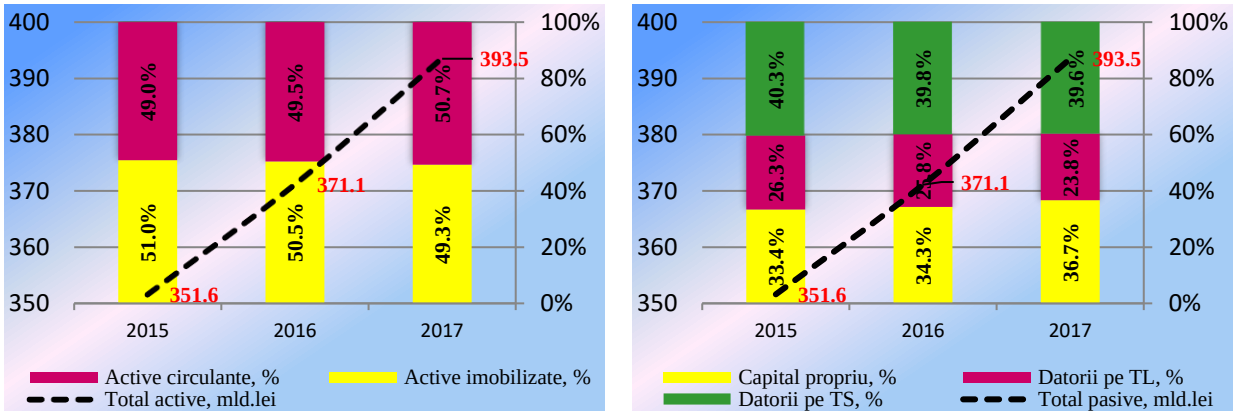


Figura 2.7. Evoluția structurii activelor și pasivelor întreprinderilor autohtone

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Analizând repartizarea activelor în funcție de mărimea întreprinderilor, reprezentată grafic în figura 2.6, constatăm următoarea situație: cea mai mare pondere în structura activelor o au întreprinderile mari, cota cărora are o evoluție crescătoare cu 2,28%, cele mijlocii cedează cota cu 1,19%, întreprinderile mici înregistrează o creștere neesențială a cotei cu 0,15%, iar cele micro cedează 1,25% din cota activelor.

Pasivele totale ale întreprinderilor, pe parcursul perioade analizate au suferit schimbări neesențiale în structură, evoluând în următorul mod: ponderea capitalului propriu s-a majorat cu 3,3%, ponderea datoriilor pe termen lung s-a diminuat cu 2,5%, ponderea datoriilor pe termen lung s-a diminuat cu 0,7% (figura 2.7).

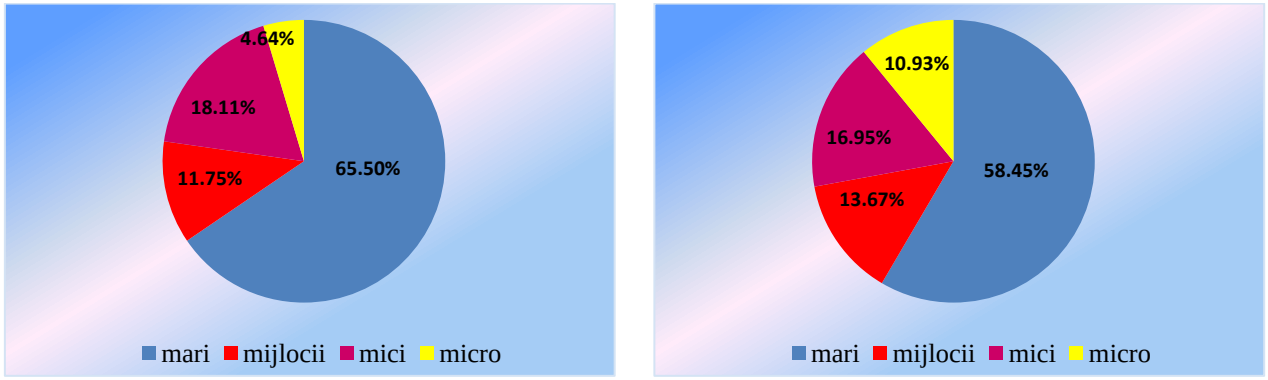


Figura 2.8. Structura veniturilor din vânzări după mărimea întreprinderilor în anul 2012 în comparație cu 2017

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Veniturile din vânzări ale întreprinderilor au înregistrat o evoluție crescătoare de la 211,7 mld. lei până la 330,9 mld. lei (tabelul 2.8). O pondere semnificativă în totalul vânzărilor

întreprinderilor autohtone au avut-o întreprinderile mari cu o cotă de 65,5% în 2012 și 58,45% în 2017. Celelalte întreprinderi au deținut o pondere sub 50%, atât în anul 2012, cât și anul 2017, și anume: mijlocii - 13,67%, mici – 16,95%, micro – 10,93%. Evoluția structurii a înregistrat schimbări nesemnificative (figura 2.8).

Rezultatele financiare până la impozitare au înregistrat o evoluție pozitivă, crescând de 5,2 ori pe parcursul anilor 2012-2017 (tabelul 2.2).

Tabelul 2.2. Evoluția veniturilor din vânzări și a rezultatelor financiare la întreprinderile autohtone

Indicatori	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Venituri din vânzări, mln. lei, inclusiv întreprinderi:	**211759,3**	**232935,7**	**263281,4**	**282253,4**	**300733,43**	**330963,91**
- mari	138702,3	155522,5	179631,1	162854,6	175779,07	193457,85
- mijlocii	24892	26253,8	28085	39558,48	41303,67	45236,95
- mici	38344,1	40900,7	44553,9	48356,52	50079,32	56090,44
- micro	9820,9	10258,7	11011,4	31483,84	33571,36	36178,66
Rezultatul financiar până la impozitare, mln. lei, inclusiv întreprinderi:	**4706,6**	**4131**	**3660,8**	**3453,47**	**15026,07**	**24634,58**
- mari	3622	2122,5	648	548,44	9147,54	14065,7
- mijlocii	393,6	657,1	1045	1195,39	2101,29	3322,95
- mici	715,9	1267,3	1765,7	1631,42	2229,81	3811,54
- micro	-24,8	84,2	202,1	78,22	1547,43	3434,39

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Din analiza structurii rezultatelor financiare în funcție de mărimea întreprinderilor realizăm următoarele concluzii (figura 2.9):

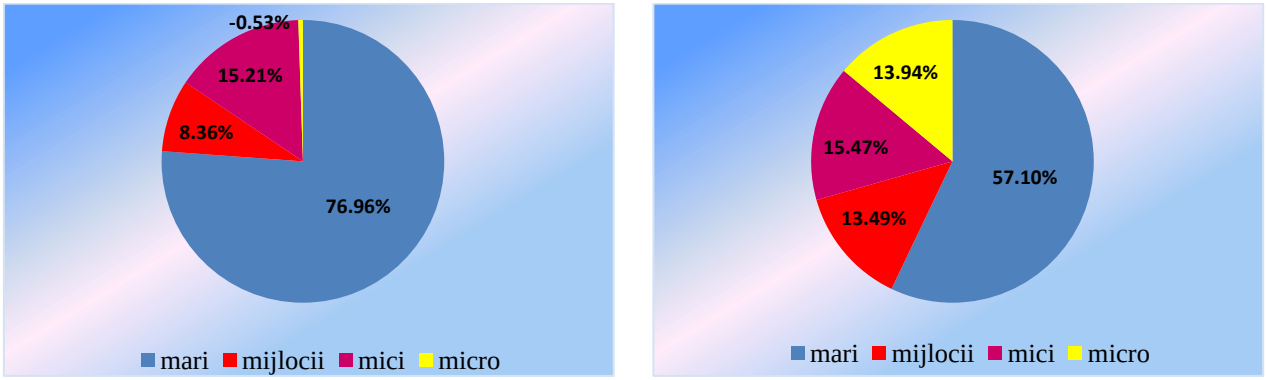


Figura 2.9. Structura rezultatelor financiare după mărimea întreprinderilor în anul 2012 în comparație cu 2017

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

- creșterea ponderii rezultatelor financiare ale întreprinderilor au înregistrat următoarele categorii de întreprinderii: mijlocii cu 5,13%, de la 8,36% la 13,49%, mici cu 0,26% de la 15,21% la 15,47%, micro cu 14,47%, de la -0,53% până la 13,94%;

- diminuarea ponderii au înregistrat-o întreprinderile mari cu 19,86%, de la 76,96% la 57,1%.

În rezultatul analizei evoluției rezultatelor financiare la întreprinderile care au înregistrat rezultat financiar pozitiv, realizată în figura 2.10 constatăm trendul crescător al acestuia de la 11,9 mld. lei la 30,4 mld. lei. Un trend pozitiv au înregistrat și întreprinderile care au înregistrat rezultat financiar negativ, acesta diminuându-se de la -7,2 mld. lei la -5,8 mld. lei, însă trebuie să remarcăm că pe parcursul perioadei analizate cea mai mică valoare a rezultatului financiar negativ a fost atinsă în anul 2015, constituind -16,3 mld. lei (figura 2.11).

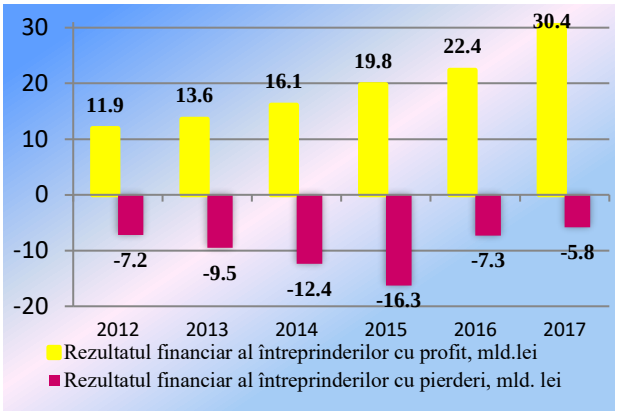


Figura 2.10. Evoluția rezultatelor financiare la întreprinderile autohtone

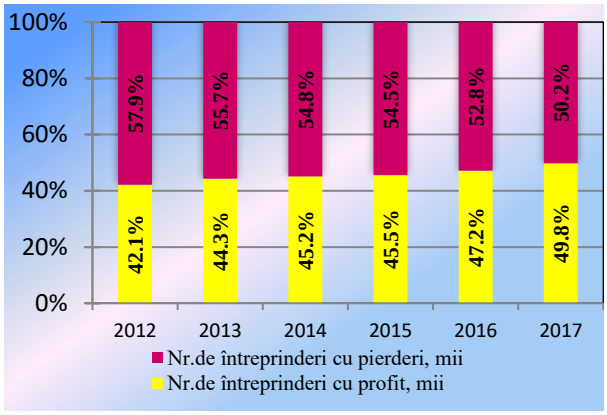


Figura 2.11. Evoluția structurii întreprinderilor cu rezultate financiare pozitive și negative

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

Dacă e să analizăm ponderea întreprinderilor care au realizat rezultat financiar pozitiv în total întreprinderi înregistrate în Republica Moldova, atunci constatăm o evoluție pozitivă prin creșterea acesteia de la 42,1% până la 49,8%.

Pentru evaluarea situației financiare a întreprinderilor din Republica Moldova, am recurs la metoda scorurilor de diagnosticare a riscului de faliment, și anume am utilizat modelul Z, elaborat de Altman (anexa 8). În urma utilizării datelor agregate ale rezultatelor activității întreprinderilor din Republica Moldova, oferite de Biroul Național de Statistică, am obținut următoarele rezultate, prezentate în tabelul 2.3.

Tabelul 2.3. Diagnosticarea riscului de faliment la întreprinderile din Republica Moldova în baza modelului Z (Altman)

Întreprinderi	Scorul Z		
	2015	2016	2017
Agregat pe întreprinderi, inclusiv:	1,45	1,57	1,74
- mari	1,59	1,76	1,92
- mijlocii	1,97	2,04	2,29
- mici	1,70	1,68	1,87
- micro	0,88	0,97	1,10

Sursa: elaborată de autor în baza datelor Biroului Național de Statistică

În baza estimărilor efectuate putem conchide că scorul Z agregat pe întreprinderile autohtone este mai mic decât 1,8 unități, ceea ce indică că întreprinderile autohtone se află într-o

situație critică, care poate duce spre faliment. Însă, situația are o tendință de îmbunătățire, evoluând de la 1,45 în 2015 la 1,74 în 2017.

Dacă e să analizăm rezultatele pe categorii de întreprinderi, atunci în anul 2015 constatăm că o situație mai bună în categoria întreprinderilor mijlocii, unde scorul Z>1,8; ceea ce corespunde situației când riscul de faliment este într-o marjă normală. În anul 2016 riscul de faliment este minim numai la întreprinderile mijlocii, pe când în anul 2017 constatăm situația când riscul de faliment este minim doar pentru întreprinderile mari (Z=1,92), mijlocii (Z=2,29), și mici (Z=1,87). Însă, critică rămâne situația în cadrul micro-întreprinderilor (Z=1,10).

Reieșind din analiza mediului macroeconomic în care activează întreprinderile din Republica Moldova, constatăm existența a o serie de vulnerabilități sistemice precum: creștere economică lentă și volatilă însoțită de diminuarea constantă a potențialului de creștere au favorizat erodarea tot mai accentuată a competitivității țării, astfel încât Republica Moldova a rămas cu mult în urma țărilor din Europa Centrală și de Est; inflația și instabilitatea cursului valutar; concentrarea producției în cadrul întreprinderilor mari; înregistrarea pierderilor din activitate de către 50,2% din total întreprinderi.

Drept impact a fragilității arhitecturii economice a Republicii Moldova, la nivel micro constatăm o situație de criză, pentru redresarea căreia considerăm necesară elaborarea unui mecanism de diagnosticare a crizei la nivel micro și gestiune a valorii întreprinderii, care pe termen lung drept obiectiv de a reduce vulnerabilitatea la șocurile din mediu extern.

Luând în considerare rezultate obținute, și anume: 68,2% din PIB este format de către întreprinderile mari, 51,74% din activele agregate pe economie aparțin întreprinderilor mari, 58,45% din volumul vânzărilor agregate este generat de întreprinderile mari și 57,1% din rezultatele financiare sunt generate de către întreprinderile mari, în continuare considerăm oportun axarea cercetării noastre pe întreprinderile industriale mari.

2.1.2. Diagnosticul situației de criză a întreprinderii și particularitățile gestiunii crizei în baza valorii

Baza metodologică a diagnosticului financiar al întreprinderii o constituie prioritar metodele și modelele de previziune a falimentului, care totalizează o gamă largă de semne de instabilitate financiară în sensul cel mai larg. Însă sistemul de diagnostic al crizei în contextul gestiunii valorii întreprinderii, trebuie să îndeplinească următoarele cerințe de bază: depistarea prematură a situațiilor de criză, credibilitatea rezultatelor depistate, continuitatea procesului de diagnosticare. Analizând aceste cerințe, este necesar să subliniem că diagnosticul întreprinderii trebuie să fie sistematic. Nu întâmplător, savanții Y. Sokolov și M. Pyatov determină

diagnosticul financiar ca un „ciclu de lucrări consecutive legate de determinarea etapei de dezvoltare a companiei” [168]. În acest sens, diagnosticul financiar al întreprinderii poate fi considerat drept o metodologie de monitorizare a valorii financiare a întreprinderilor, în special pentru a justifica metodologia cercetării științifice în acest domeniu.

Sintetizând sursele bibliografice din domeniu [30, 62, 72, 114], autorul a identificat că, începând cu anii 70 ai secolului trecut, în vederea diagnosticării situațiilor de criză și evaluarea riscului de faliment au fost dezvoltate tehnicile statistice de analiză a situației financiare, care în baza anumitor indicatori financiari previzionali și ponderii acestora formau un indicator global. Modelele predictive de evaluare a situației de criză au fost numite metoda scorurilor. Până în prezent, de către savanți au fost elaborate o serie de modele bazate pe metoda scorurilor, principalele fiind expuse în anexa 8. Aceste modele sunt utilizate până în prezent în practica financiară, un avantaj deosebit al acestora fiind obținerea datelor precise privind evoluția viitoare a situațiilor de criză prin utilizarea datelor previzionale ale activității întreprinderii. Însă autorul insistă că aceste modele nu sunt sensibile la etapele incipiente ale crizei și respectiv nu permit depistarea crizei strategiei de dezvoltare a întreprinderii. Considerăm că modelele scorurilor pot fi utilizate cu succes de către creditori, stat, instituții financiare în previzionarea crizelor de lichiditate, crizei rezultatelor și crizei de solvabilitate ale partenerilor săi, dar nu și de proprietarii întreprinderii în depistarea prematură de intrare în criză a întreprinderii.

Întru rezolvarea problemei date, propunem de a diagnostica procesul de intrare a întreprinderii în criză prin două căi, care se bazează pe utilizarea următorului instrumentar:

- *metodele de evaluare a întreprinderii;*
- *criteriul profitului economic.*

În cadrul utilizării *metodelor de evaluare a întreprinderii* în diagnosticarea situației de criză, demersul nostru este fundamentat pe faptul că valoarea fundamentală (internă) curentă reprezintă etapa inițială, și în același timp punctul de control (reper) în gestiunea anticriză. Anume evoluția valorii fundamentale semnalizează incipient și prematur despre viitoarea intrare a întreprinderii în criză.

După cum am menționat în paragraful 1.2 al prezentei teze, instrumentarul modern de evaluare a întreprinderii se bazează pe 3 metode: metoda cheltuielilor, metoda veniturilor și metoda comparativă (de piață).

Considerăm că la baza fiecărei metode de evaluare stau semnalele fundamentale de creare a valorii, pe care le-am examinat prin prisma modelelor de creștere a valorii întreprinderii. În accepțiunea autorului, la baza metodei cheltuielilor stă modelul discret al creșterii valorii întreprinderii, dar în general, însăși valoarea întreprinderii se estimează în baza mărimii

capitalului propriu și reflectă perspectivele curente ale întreprinderii. Baza metodei veniturilor o constituie modelul creșterii continue a valorii, iar valoarea întreprinderii se extinde prin intermediul mecanismului actualizării cash-flow-urilor viitoare și reflectă o viziune pe termen lung asupra dezvoltării întreprinderii. Baza teoretică a metodei comparative o constituie metoda general-științifică a analizei comparative, iar premiza de bază a aplicării ei o constituie existența unei piețe financiare dezvoltate.

În rezultatul sistematizării metodelor moderne de evaluare a întreprinderii și a diverselor criterii de creare a valorii, autorul prezentei teze a determinat sfera de utilizare a acestora în depistarea situației de intrare a întreprinderii în criză și de distrugere a valorii întreprinderii.

Tabelul 2.4. Diagnosticarea situației de criză în baza metodelor de evaluare a întreprinderii

Nr.	Valoarea estimată în baza diferitor metode	Concluzii
1.	$V_p > V_v$ $V_p > V_c$	Întreprinderea este în creștere, există o cerere investițională sporită asupra întreprinderii, potențialul de dezvoltare este subevaluat, lichiditate înaltă a acțiunilor și altor hârtii de valoare
2.	$V_p < V_v$ $V_p < V_c$	Întreprinderea este în declin, cerere investițională scăzută asupra întreprinderii, lichiditate joasă a hârtiilor de valoare
3.	$V_v < V_c$	Existența simptomelor de înrăutățire a situației financiare și orientarea către perspective de dezvoltare pe termen scurt
4.	$V_v > V_c$	Existența semnalelor de îmbunătățire a situației financiare și apariția perspectivelor pe termen lung de dezvoltare a întreprinderii
unde V_p – valoarea întreprinderii obținută în baza metodei comparative (de piață); V_v – valoarea întreprinderii obținută în baza metodei veniturilor; V_c – valoarea întreprinderii obținută în baza metodei cheltuielilor.		

Sursa: elaborată de autor

Analiza punctelor 1 și 2 ale tabelului 2.4, stabilește momentul oportun de vânzare a întreprinderii, în baza comparației valorii de piață a întreprinderii cu valoarea fundamentală.

Analiza punctelor 3 și 4 ale tabelului 2.4, stabilește premisele abordării situației de criză financiară a întreprinderii în baza unui indicator – indicatorul valorii întreprinderii, dinamicii lui și raportului dintre indicatorii valorii estimați în baza formulelor modelului creșterii discrete și continue.

În baza rezultatelor obținute, și anume stabilirea mecanismului interdependenței între valoarea întreprinderii și stării financiare a întreprinderii, prin care înrăutățirea sau îmbunătățirea situației financiare a întreprinderii se explică prin modificarea factorilor valorii modelului creșterii discrete și continue, autorul rezolvă problema creării *modelului de diagnosticare prematură a intrării întreprinderii în criză* și a pierderii de valoare în viitorul apropiat. Necesitatea diagnosticului prematur a fost identificată de autor în paragraful 1.3 al prezentei teze.

În cadrul utilizării *criteriului profitului economic* în diagnosticarea situației de criză, demersul nostru este fundamentat pe faptul că un pas important în dimensionarea financiară a procesului de distrugere a valorii în cadrul întreprinderii îl constituie depistarea mărimilor critice

a indicatorilor financiari cheie ai întreprinderii, care corespund modelelor de creștere a valorii examinate anterior.

Pentru rezolvarea problemei existente, considerăm important de a depista punctul critic în însăși procesul de creare a valorii, care ar presupune o combinare a caracteristicilor financiare și strategice cheie ale întreprinderii, în care modificarea valorii investiționale ar fi egală cu zero. Mărimea zero a valorii investiționale ar permite delimitarea nivelului critic al indicatorilor. În așa mod, analiza strategică de pe pozițiile modelului financiar al întreprinderii și criteriului său de bază – profitul economic, ne vor permite de a diagnostica situațiile de criză a valorii în baza unui nou model de analiză a pragului de rentabilitate, particularitățile căruia sunt formalizate în figura 2.11.

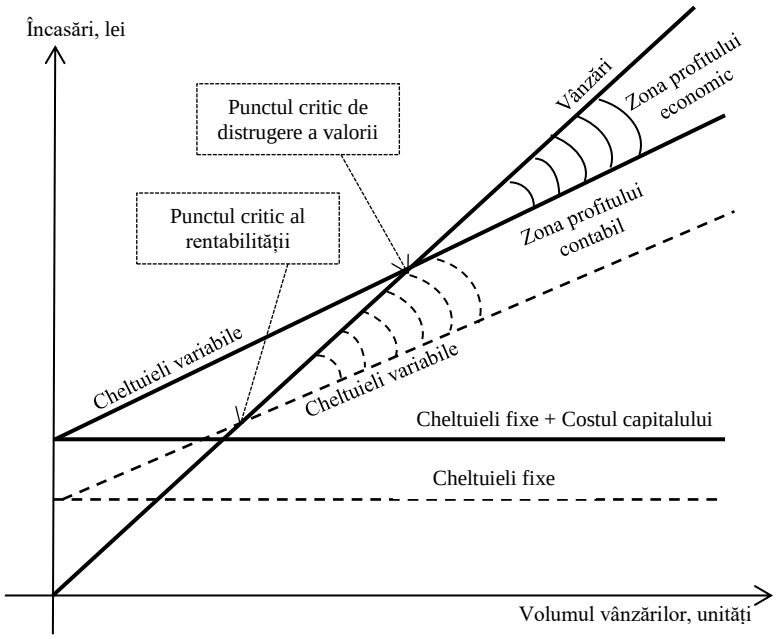


Figura 2.11. Punctul critic al valorii întreprinderii în corelare cu analiza tradițională a punctului critic al rentabilității

Sursa: elaborat de autor în baza graficului punctului critic al rentabilității

Abordarea tradițională a pragului de rentabilitate se bazează pe aplicarea clasificării speciale a cheltuielilor în baza criteriului dinamicii și evidențierea tuturor cheltuielilor variabile , indiferent de sfera de apariție a acestora. Prin urmare sarcina acestei abordări este de acoperi cheltuielile efectuate de facto cu încasările din vânzări. Cu alte cuvinte, punctul principal de calcul este profit contabil zero din activitatea de bază. Coeficientul principal în analiza tradițională a punctului critic este levierul operațional, care măsoară sensibilitatea profitului din activitatea de bază la modificarea încasărilor.

Însă, analiza punctului critic al valorii propusă de autor, presupune o altă bază de determinare a pragului critic, deoarece se bazează, după cum e arătat în figura 2.11 pe alte

presupuneri. În acest caz se depistează nu numai cheltuielile evidente (de facto), dar și cele neevidente (alternative). Sarcina de bază este acoperirea cheltuielilor totale, evidente și alternative, care includ cheltuielile cu capitalul. Prin urmare, apare un alt punct critic de calcul: profitul economic zero. Respectiv, sunt necesari noi coeficienți financiari, care ar include impactul cheltuielilor cu capitalul, care rămân permanente și independente de volumul vânzărilor.

Pentru determinarea indicatorului punctului critic al distrugerii valorii vom începe de la ipoteza profitului economic zero. Asupra evaluării nivelului punctului critic un impact considerabil îl are mărimea critică a rentabilității vânzărilor. De cercetarea problemei depistării unei așa mărimi critice s-a ocupat savantul Alfred Rappoport în lucrarea sa „Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance" [122]. În corespundere cu A. Rappoport, rentabilitatea critică poate fi calculată atât asupra creșterii volumului vânzărilor așteptate (formula 2.2), cât și asupra volumului de vânzări previzionat (formula 2.1):

$$TPM_{inc} = \frac{(IFAIR+WCIR)\times WACC}{(1+WACC)\times(1-t)} \quad (2.1)$$

$$TPM = \frac{OI_{t-1}+TPM_{inc}\times(\Delta S_t)}{S_t+\Delta S_t} \quad (2.2)$$

unde TPM_{inc} – rentabilitatea sporului anual al vânzărilor, TPM – rentabilitatea critică a volumului anual total al vânzărilor, $IFAIR$ – coeficientul investițiilor în creșterea activelor fixe, $WCIR$ – coeficientul investițiilor în creșterea capitalului circulant net, S_t – volumul vânzărilor în anul t, ΔS_t – modificarea volumului vânzărilor în anul t, $WACC$ – costul mediu ponderat al capitalului, t – rata impozitului pe profit, OI – profit din activitatea de bază.

Recomandăm utilizarea mărimilor critice pentru analiza distrugerii strategice a valorii, atât la nivelul întregii întreprinderi, cât și la nivelul unităților funcționale ale întreprinderii.

Al doilea pas, în vederea monitorizării valorii întreprinderii în situație de criză este *stabilizarea financiară a întreprinderii*. Dar, luând în considerare că crizele financiare se pot declanșa la diferite etape ale ciclului de viață, considerăm important ca procesul de stabilizare financiară să conțină în calitate de instrumentar de bază gestiunea indicatorilor-cheie cu impact asupra valorii, specifici etapei respective a ciclului de viață.

Manifestându-se la orice etapă a ciclului de viață a întreprinderii, criza financiară frânează dezvoltarea întreprinderii, mărind esențial etapa respectivă a ciclului de viață. Caracterizând această particularitate a crizei financiare, trebuie de remarcat că manifestarea ei la fiecare etapă a ciclului de viață își are specificul său, care trebuie luat în considerare în procesul etapei stabilizării financiare a valorii întreprinderii în situație de criză.

Durata ciclului de viață al întreprinderii pentru diferite țări și diferite ramuri este diversă, dar caracterul curbei ciclului de viață pentru toate întreprinderile este același. Curba ciclului de viață, constând din diferite etape, descrie dependența întreprinderii de factorii interni și externi, iar fiecărei etape îi pot fi atribuiți factori financiari, care influențează asupra valorii întreprinderii (tabelul 2.5).

Tabelul 2.5. Particularități organizațional-financiare de funcționare a întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viață.

Etapa ciclului de viață	Particularități financiare	Particularități organizatorice	Dependența de factorii externi	Dependența de factorii interni
Lansare	Ponderea mare a mijloacelor împrumutate, risc financiar înalt, indicatori de rentabilitate scăzuți	Intrarea treptată pe piață, marketing intensiv, stabilirea contractelor cu furnizorii și creditorii	Puternică	Slabă
Creștere	Risc financiar optimal, risc de producere înalt, indicatori de rentabilitate înalți	Modernizare intensivă, creșterea calității producției	Neutră	Neutră
Maturitate	Risc total optimal, indicatori de rentabilitate înalți, reducerea coeficienților de rotație a activelor circulante	Ocuparea totală a tuturor resurselor, imobilizarea treptată a capitalului circulant, uzura mijloacelor fixe	Slabă	Puternică
Declin	Risc total înalt, indicatori de rentabilitate, de rotație și solvabilitate scăzuți	Marketing slab, pierderea încrederii furnizorilor și creditorilor, uzura resurselor	Puternică	Puternică

Sursa: elaborat de autor

În cadrul procesului stabilizării financiare a întreprinderii, propunem de a examina întreprinderea în baza a trei dimensiuni financiare: lichiditatea, riscul și valoarea. În opinia autorului, dimensiunile selectate reflectă într-un mod sintetic calitatea capitalului întreprinderii și, fiind analizate în ansamblu, sunt indispensabile pentru înțelegerea caracteristicilor funcționării capitalului și identificarea modificărilor în calitatea capitalului întreprinderii. Iar analiza separată a fiecărei dimensiuni, identifică anumite stări și reflectă problemele întreprinderii pe parcursul etapelor ciclului de viață. O astfel de analiză ne va permite să soluționăm două sarcini: de a depista modificările caracteristice fiecărei dimensiuni financiare și de a introduce un nou aspect în problematica mișcării întreprinderii de la o etapă la alta a ciclului de viață, și anume cel al valorii.

Etapa de lansare se caracterizează prin crearea întreprinderii, prin urmare la această etapă valoarea întreprinderii este condiționată într-o mare măsură de forțele din exteriorul ei, activitatea financiară fiind doar la un început de cale. Dar totuși, din punct de vedere financiar valoarea întreprinderii la această etapă poate fi definită prin activul net contabil al întreprinderii (valoarea capitalului investit).

Pe tot parcursul etapei de lansare, cash-flow-ul întreprinderii din activitatea operațională și investițională este negativ, respectiv pentru alimentarea întreprinderii cu mijloace financiare întreprinderea apelează la surse financiare externe, înregistrând un cash-flow pozitiv din activitatea financiară. Cash-flow-ul negativ din activitatea operațională este explicat de:

(1) eficiența joasă din cauza volumelor mici de producție și existența pierderilor;

(2) persistă necesitatea investițiilor suplimentare în capitalul circulant al întreprinderii pentru mărirea volumului de producție.

De obicei, creșterea activelor circulante are loc din contul investițiilor fondatorului întreprinderii.

Prin urmare, considerăm că la etapa de lansare se formează o situație specifică, pentru care este caracteristică existența crizei financiare cronice. După cum am stabilit în capitolul precedent, paragraful 1.3, întreprinderea în situație de criză se dezvoltă în baza unei logici determinate, care conține următoarele faze: *criza strategiei*, c*riza rezultatelor*, *criza lichidității.*

Dezvoltarea crizei în baza logicii expuse mai sus e posibilă la orice etapă a ciclului de viață.

Dacă e să luăm în considerare particularitățile mișcării pe traiectoria ciclului de viață, atunci putem evidenția particularitățile în formarea problemei suficienței mijloacelor financiare la diferite etape. În continuare vom examina schimbările care au loc în dimensiunea lichidității pe măsura trecerii la o nouă etapă. Analiza modificărilor ne va permite de a suplini concepția ciclului de viață cu crizele financiare, care sunt generalizate în tabelul 2.6.

Tabelul 2.6. Lichiditatea și crizele financiare la diferite etape ale ciclului de viață

Tipul crizei	Lansare	Creștere	Maturitate	Declin
Criza lichidității întreprinderii	Permanent CF negativ din activitatea operațională	Periodic CF negativ din activitatea operațională	Nu e caracteristică	Periodic CF negativ din activitatea operațională
Criza lichidității capitalului proprietarului	Permanent CF negativ pentru proprietari	Periodic CF negativ pentru proprietari	Nu e caracteristică	Periodic CF negativ pentru proprietari
Criza finanțării	Imposibilitatea atragerii capitalului împrumutat și reducerii cheltuielilor cu capitalul	Raport dintre capitalul propriu și împrumutat neechilibrat		

Sursa: elaborat de autor

În baza datelor tabelului 2.6, vedem că etapei de lansare îi sunt caracteristice următoarele crize financiare: criza lichidității întreprinderii și criza lichidității capitalului proprietarului. Primul tip de criză este cauzat de disproporția dintre capitalul circulant în formă bănească și necesitățile crescătoare ale afacerii. Pentru proprietar criza constă în crearea unui cash-flow liber negativ și, prin urmare, reducerea valorii întreprinderii.

Pentru depășirea crizei lichidității este necesară gestiunea prudentă a capitalului circulant prin:

– corelarea ritmului de creștere a activelor circulante cu ritmul de creștere a datoriilor;

– reducerea ritmului de creștere a unor categorii de active circulante din contul eficienței utilizării lor și optimizării volumelor.

Sarcina managementului constă în a aduce fluxul operațional al întreprinderii în zona mărimilor pozitive. Prin urmare, considerăm că procesul-cheie constă în *transformarea energiei antreprenoriale într-un cash-flow constant din activitatea operațională.*

În opinia autorului, pentru gestiunea valorii întreprinderii la etapa lansării, o atenție deosebită trebuie atrasă indicatorilor lichidității și a stabilității financiare. Deoarece această perioadă se caracterizează prin demararea activității de producție și capacitățile de producție încă nu au fost puse în funcție, nu este rațional de a face concluzii în baza indicatorilor rentabilității sau a duratei de rotație. De regulă, la etapa de lansare ponderea surselor împrumutate în pasivul bilanțului întreprinderii este impunătoare, fapt care majorează riscul financiar, prin urmare acțiunile aferente managementului valorii întreprinderii vor viza stabilizarea indicatorilor financiari.

La *etapa de creștere* procesul-cheie constă în *transformarea cash-flow-ului în cotă de piață*. Toată durata etapei e bulversată de *crize de gestiune*: prima grupă de crize duce la delimitarea funcției managementului de funcția antreprenorială, iar a doua grupă e concentrată pe ciocnirea rolurilor antreprenorial și de proprietar. În fața antreprenorului apare dilema de a partaja funcția de proprietar cu noi investitori, deoarece pentru rezolvarea sarcinii de creștere e necesar de a atrage noi capitaluri și, respectiv, de a partaja controlul asupra întreprinderii. Soluționarea sarcinii de creștere din contul atragerii active a capitalului împrumutat, dar nu din contul capitalului propriu, se ciocnește de hotarele credibilității întreprinderii și calității gestiunii creditelor atrase. Astfel, autorul identifică o problemă necesară de soluționat la această etapă, și anume *caracterul strategic al structurii capitalului*, care e condiționat de:

1. Impactul pe care-l are asupra costului mediu ponderat al capitalului. Ponderea mică a capitalului împrumutat, de facto denotă neutilizarea unei resurse financiare mai ieftine decât capitalul propriu. Respectiv întreprinderea deține cheltuieli înalte cu capitalul;

2. Natura strategică a structurii capitalului denotă că încercarea de a soluționa creșterea pe calea împrumuturilor fără atragerea noilor investitori-proprietari duce la apariția efectelor specifice, legate de ponderea considerabilă a capitalului împrumutat în structura capitalului și duce la creșterea levierului financiar, deci a dependenței financiare. Efectele date creează obstacole în dezvoltarea întreprinderii, și anume legate de deciziile investiționale „egoiste” ale

managementului, care duc la apariția conflictului de interese între manager și proprietar: în condițiile ponderii mari a capitalului împrumutat, managerul fie va selecta proiecte investiționale cu risc sporit, fie va refuza investițiile în proiecte cu risc similar celui caracteristic întreprinderii. În primul caz apare fenomenul care în finanțele corporative a primit denumirea de substituirea activelor sau modificarea profilului de risc al activelor, iar în al doilea caz, dimpotrivă, se refuză la investiții sau se investește insuficient.

Totodată, tindem să menționăm, că odată cu creșterea riscului financiar scade imunitatea concurențială a întreprinderii, prin sustragerea mijloacelor în deservirea împrumuturilor, în detrimentul investirii în dezvoltare.

În baza celor relatate, autorul ajunge la concluzia că specificul crizelor financiare la etapa de creștere constă în:

– schimbarea driver-ilor crizei lichidității întreprinderii, care e legată de ritmurile de creștere. Astfel ritmurile înalte de creștere pot duce la formarea unui cash-flow negativ din activitatea operațională nu din cauza pierderilor, dar din cauza investițiilor enorme în capitalul circulant.

– dilema finanțării simultane a creșterii volumului producției și accelerării investițiilor. Sarcina etapei de creștere necesită soluționarea problemei investițiilor în capitalul circulant, iar cea a accelerării – investiții pe termen lung în dezvoltare.

În vederea gestiunii valorii întreprinderii la etapa de creștere, autorul conchide că o importanță deosebită o capătă indicatorii duratei de rotație și de rentabilitate a vânzărilor. Cu cât nivelul acestor indicatori este mai înalt, cu atât mai mare va fi impactul asupra valorii întreprinderii.

Perioada de maturitate apare în rezultatul intensificării utilizării tuturor forțelor întreprinderii, și anume se manifestă prin antrenarea tuturor resurselor (forței de muncă, pământuri, capacități de producție, capital, abilități antreprenoriale) și prin volumul maxim de producție, ceea ce înseamnă utilizarea și repartizarea eficientă a resurselor. La această etapă rolul factorilor interni, și anume a celor financiari, în gestiunea valorii întreprinderii este maxim, deoarece condițiile externe sunt benefice unei întreprinderi mature.

La această etapă întreprinderea trece printr-o nouă serie de crize și la o dezvoltare normală înregistrează o structură dispersată a capitalului. Crizele financiare legate de lichiditate nu sunt actuale. După definirea dată de specialiștii Boston Consulting Group, întreprinderea devine „vacă de muls”. Cu toate acestea, premisele pentru declanșarea crizelor financiare se păstrează.

Pentru gestiunea valorii întreprinderii în perioada de maturitate, autorul recomandă de a atrage o atenție deosebită stării indicatorilor de rentabilitate a vânzărilor, rentabilitate a activelor

și a capitalului propriu, duratei de rotație, adică componentei financiare a stabilității funcționării întreprinderii. Dar, dacă indicatorii riscului financiar și de producție sunt mari, atunci vor fi supuși în mod obligatoriu stabilizării indicatorii lichidității și solvabilității. Abaterea indicatorilor financiari de la valorile medii pe ramură în perioada maturității ne vorbește despre instabilitatea financiară în funcționarea întreprinderii și, dacă nu se vor întreprinde măsuri în vederea însănătoșirii, întreprinderea se va pomeni într-o situație dificilă.

Printre semnalele de bază care certifică reducerea valorii financiare a întreprinderii în perioada de maturitate pot fi, în primul rând, uzura fizică și morală a mijloacelor fixe, înnoirea cărora cere atragerea resurselor suplimentare, ceea ce duce la majorarea indicatorilor de risc ai întreprinderii. Cu toate acestea, dacă conducerea va planifica strict acțiunile sale și va trece la un nivel tehnic și tehnologic calitativ nou, în același timp mărind volumul și calitatea mărfurilor, atunci întreprinderea va trece pe o nouă curbă a ciclului de viață în perioada de creștere, respectiv, evitând perioada de declin.

Analizând posibilitățile aplicării teoriei gestiunii valorii față de întreprinderile aflate în situație de criză, autorul a formulat și sistematizat vectorii de monitorizare a principalilor indicatori financiari ai întreprinderilor în dependență de etapa ciclului de viață al întreprinderii prezentați în figura 2.12.

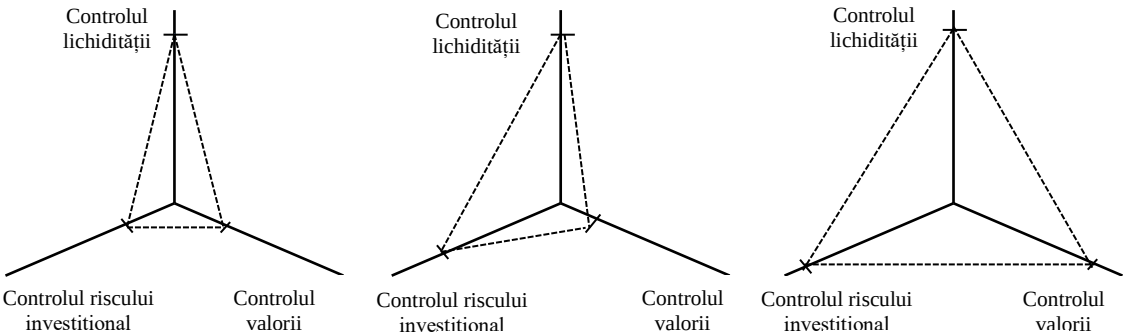


Figura 2.12. Vectorii eforturilor decizionale în evitarea crizelor la diferite etape ale ciclului de viață

Sursa: elaborată de autor

Pentru gestiunea eficientă a valorii întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viață, criteriile de evaluare trebuie să fie individuale fiecărei etape, deoarece ele direct depind de factorii care influențează întreprinderea la o etapă determinată a ciclului de viață. Întreprinderea dezvoltându-se în timp, este supusă unor schimbări de structură a activelor și pasivelor, competitivitate, stării mijloacelor fixe și alți factori. Astfel, am identificat că în dependență de etapa ciclului de viață, există o serie de direcții prioritare în gestiunea valorii întreprinderii, care se bazează pe specificitatea problemelor care corespund unei sau altei etape.

2.2. Aplicarea modelelor de gestiune a valorii în practica corporativă autohtonă

În ultimii ani, problema principală a științei managementului financiar contemporan este de a elabora și a propune soluții privind posibilitatea obținerii de beneficii pe termen lung de pe urma crizelor economice. În baza modelului de management al valorii în situație de criză, elaborat de autor [94, p 148-157], pentru gestiunea valorii întreprinderii în situație de criză trebuie de determinat un *sistem de pilotaj al valorii,* baza căruia vor constitui modele axate pe un sistem de indicatori, care vor asigura conducerii întreprinderii o informație relevantă despre rezultatele și dinamica dezvoltării întreprinderii. La prima vedere, sarcina determinării factorilor financiari ai valorii și construirii sistemului indicatorilor financiari pare a fi trivială, deoarece la momentul actual sunt cunoscute o multitudine de metode și scheme de analiză financiară. Elaborarea unui sistem de indicatori este imposibilă fără utilizarea schemelor standarde ale analizei financiare. Schemele pot fi utilizate pentru descompunerea indicatorilor nivelului superior în subfactori, dar baza sistemului de indicatori trebuie să includă numai factorii cheie, care au un impact nemijlocit asupra valorii întreprinderii.

O decizie cheie în construirea unui sistem eficient de gestiune a valorii este decizia despre alegerea indicatorilor rezultatelor activității. Această decizie transferă filozofia de creare a valorii în aspectul său practic, răspunzând la întrebarea dacă a lucrat bine sau rău întreprinderea pentru perioada de raportare, dacă de facto a fost creată valoare pentru acționari pe parcursul perioadei analizate.

Reieșind din cele expuse mai sus, scopul și sarcinile prezentului paragraf sunt de a efectua o analiză logică a indicatorilor rezultatelor financiare ale întreprinderilor și de a demonstra cum acești indicatori pot fi utilizați în sistemul de gestiune a valorii întreprinderii.

La soluționarea sarcinilor operaționale concrete ale sistemului de pilotaj al valorii întreprinderii, de la bun început trebuie să divizăm și să evidențiem două modele de analiză a activității:

– *modelul contabil,* care are la bază tratarea tradițional-contabilă a capitalului companiei și a rezultatelor utilizării lui;

– *modelul financiar,* elaborat în corespundere cu principiile finanțelor corporative.

Deosebirile modelelor de analiză ale activității întreprinderii au caracter principial și vor fi prezentate prin prisma a trei dimensiuni, care sunt proprii mediului în care activează întreprinderea contemporană: prima și cea de bază – riscul și incertitudinea; a două – rentabilitatea, care corespunde riscului investițional; a treia – lichiditatea, capacitatea de a transforma rapid produsele și rezultatele activității în fluxuri bănești pentru acționari. Se poate

spune că aceste trei dimensiuni formează fundamentul și „scheletul zidului” analitic al întreprinderii contemporane în aspectul valorii. Deosebirile modelului contabil de cel financiar după toate trei dimensiuni sunt prezentate în mod sintetic în figura 2.13.

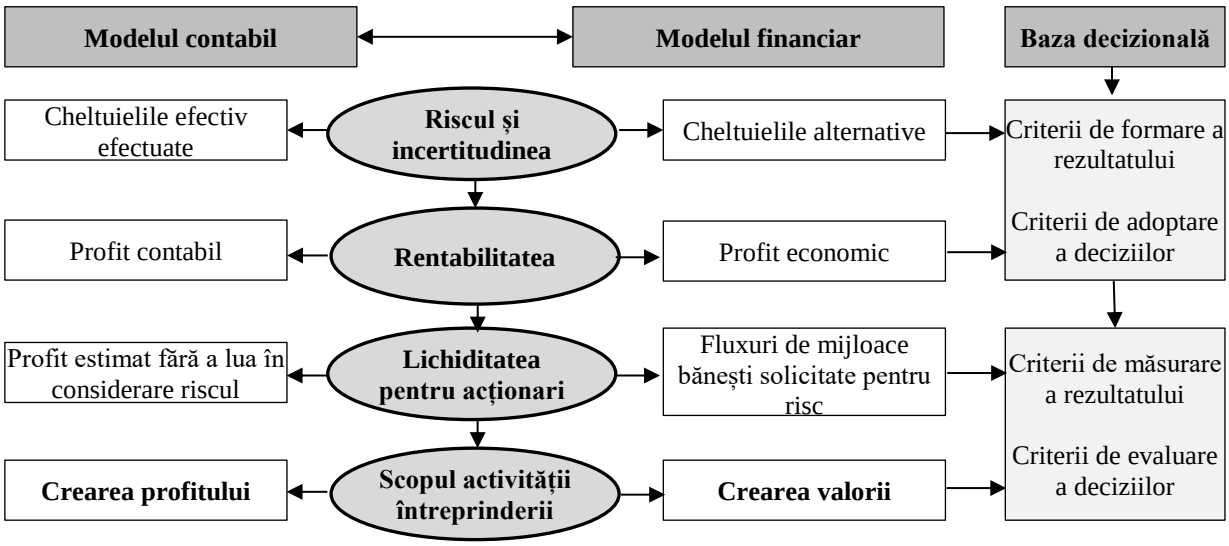


Figura 2.13. Deosebirile dintre modelele contabil și financiar

Sursa: elaborată de autor

Divizarea analizei activității întreprinderii în două modele, va constitui o premisă pentru trasarea direcțiilor de tratare a valorii întreprinderii și de rezolvare a problemei privind stabilirea unui sistem de indicatori de gestiune a valorii. După părerea autorului, anume această delimitare va permite o abordare inovativă în elaborarea modelelor de gestiune a valorii și stabilirea unei platforme de argumentare a deciziilor cheie în activitatea întreprinderii.

Înainte de a descrie și compara indicatorii de gestiune a valorii, mai întâi vom stabili domeniul lor de aplicare, adică a situațiilor când utilizarea unui sau altui indicator este actuală și acceptabilă.

După cercetările efectuate de autor în paragraful anterior, indicatorii gestiunii valorii întreprinderii trebuie să corespundă unei etape determinate de dezvoltare (ciclu de viață) a întreprinderii [20, p. 17-19]. Crearea și creșterea valorii întreprinderii este actuală numai la o etapă determinată a ciclului de viață, precum și a mediului său extern. În acest sens, savantul rus Dmitrii Volkov menționa că „dezvoltarea sarcinilor financiare actualizate ale întreprinderii poate fi prezentată printr-o scară a scopurilor financiare, fiecărei trepte corespunzându-i grupa sa de indicatori ai rezultatelor activității, cea mai adecvată pentru etapa dată” [140, p. 3-42].

Pentru a argumenta actualitatea utilizării indicatorilor financiari ai rezultatelor activității în gestiunea valorii, autorul a analizat fazele creării profitului economic la diferite etape ale ciclului

de viață și raționalitatea utilizării indicatorilor rezultatelor activității în gestiunea valorii întreprinderii (figura 2.14).

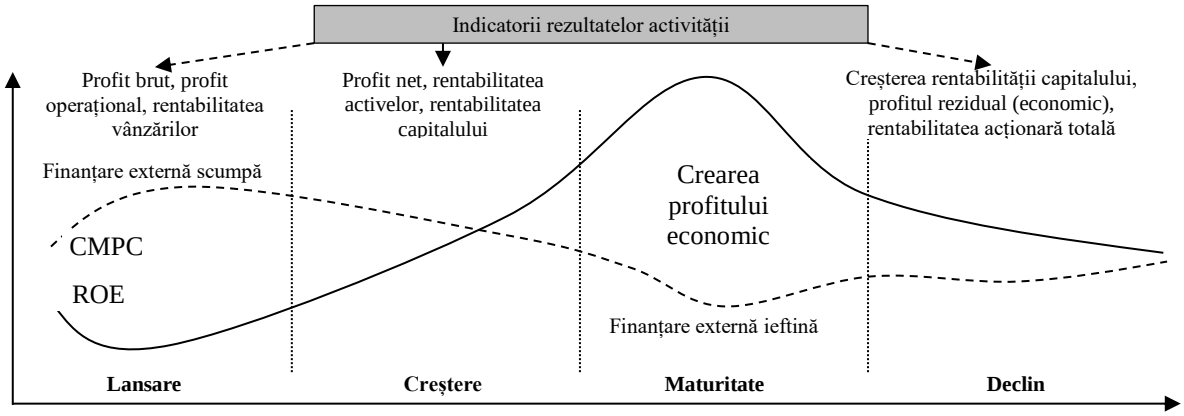


Figura 2.14. Fazele creării profitului economic și argumentarea utilizării indicatorilor rezultatelor activității la diferite etape ale ciclului de viață

Sursa: elaborată de autor în baza datelor surselor [140, p. 3-42]

Examinând anterior existența a două modele de analiză a activității întreprinderii și reieșind din actualitatea oportunitatea utilizării indicatorilor rezultatelor activității în dependență de diferite faze ale dezvoltării întreprinderii, autorul pledează pentru structurarea sistemului de pilotaj al valorii în două direcții de bază (figura 2.15):

– vectorul operativ, bazat pe analiza contabilă tradițională și utilizat în gestiunea primară a valorii întreprinderii sau în cazul unor afaceri mai mici;

– vectorul strategic, bazat pe modelul financiar de analiză și care corespunde unui anumit nivel conceptual de dezvoltare în perspectivă și capitalizare a întreprinderilor.

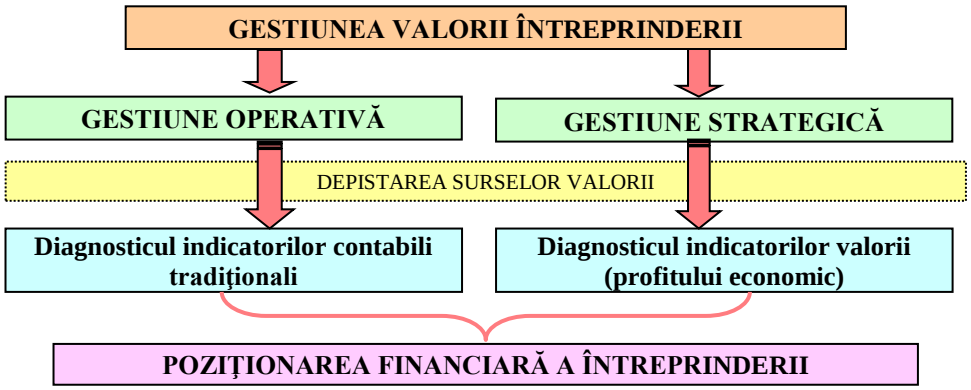


Figura 2.15. Modelul financiar de gestiune a valorii întreprinderii

Sursa: elaborată de autor

Acceptând importanța indicatorilor contabili ai profitabilității, remarcăm că primirea profitului și chiar creșterea lui sunt necesare, dar nu și condiție suficientă de creștere a valorii pentru acționari. Principala deosebire a indicatorilor valorii de indicatorii contabili tradiționali ai

eficienței, constă în faptul că ei sunt chemați să semnalizeze despre schimbarea valorii pentru furnizorii de capital (primordial pentru acționari) în perioada analizată. Cu alte cuvinte, indicatorii valorii trebuie clar și univoc să caracterizeze cât de bine întreprinderea satisface sarcinile de maximizare a bunăstării acționarilor (proprietarilor).

2.2.1. Modelul de gestiune operativă a valorii întreprinderii

Modelul de gestiune operativă a valorii întreprinderii conține un sistem de indicatori, legați de valoarea companiei, care pot îndeplini funcții specifice – cu ajutorul lor managerii pot evalua impactul unor sau altor decizii operative asupra valorii întregii companii. Determinând și măsurând impactul acestor decizii asupra valorii întreprinderii, adică evaluând cele mai „sensibile" zone ale valorii, echipa managerilor primește un instrument pentru argumentarea alegerii din variantele disponibile și determinării priorităților. Formularea sarcinilor și scopurilor cu caracter operativ pentru structurile interne ale întreprinderii trebuie să se efectueze numai după rezultatele modelului financiar propus.

Una din problemele care apare la implementarea sistemului gestiunii în baza valorii este imposibilitatea utilizării a însăși valorii pentru gestiunea operativă a întreprinderii. Acest fapt se explică prin impactul factorilor externi asupra valorii. Anume din această cauză, în vederea stabilirii mecanismului de diagnosticare financiară a valorii am recurs la indicatorii bazați pe profitul economic, care pe de o parte, într-o mare măsură corelează cu valoarea de piață, iar pe de altă parte, pot fi utilizați operativ în gestiunea valorii întreprinderii. Astfel, sarcina determinării pârghiilor de influență asupra valorii întreprinderii poate fi redusă la determinarea factorilor financiari, care influențează într-o mare măsură profitul economic al întreprinderii.

În baza celor relatate, autorul consideră că sarcina gestiunii operative a valorii întreprinderii constituie un proces de realizare consecutivă în viața întreprinderii a modelului financiar de analiză a întreprinderii în baza principiului profitului economic, adoptarea în baza și cu ajutorul lui a deciziilor de gestiune. În opinia autorului, factorii financiari ai valorii pot fi împărțiți în patru grupe de indicatori: care reflectă eficiența strategică a companiei, eficiența activității operaționale, investiționale și financiare, care sunt redați în formă grafică în figura 2.16.

I. Esența strategiei financiare a întreprinderii este reflectată de către indicatorul valorii, în cazul nostru profitul rezidual și reflectă succesul managementului în atingerea scopului strategic al întreprinderii – maximizarea valorii. Acest scop strategic ne ajută să trasăm principalele puncte pentru gestiunea operativă a valorii întreprinderii și să stabilim o schemă de analiză financiară a valorii întreprinderii.

II. Eficiența activității operaționale reflectă rezultatele activității de bază a întreprinderii privind majorarea vânzărilor, reducerea cheltuielilor sau majorarea productivității. Se presupune că îmbunătățirea acestor indicatori poate fi atinsă fără investiții suplimentare.

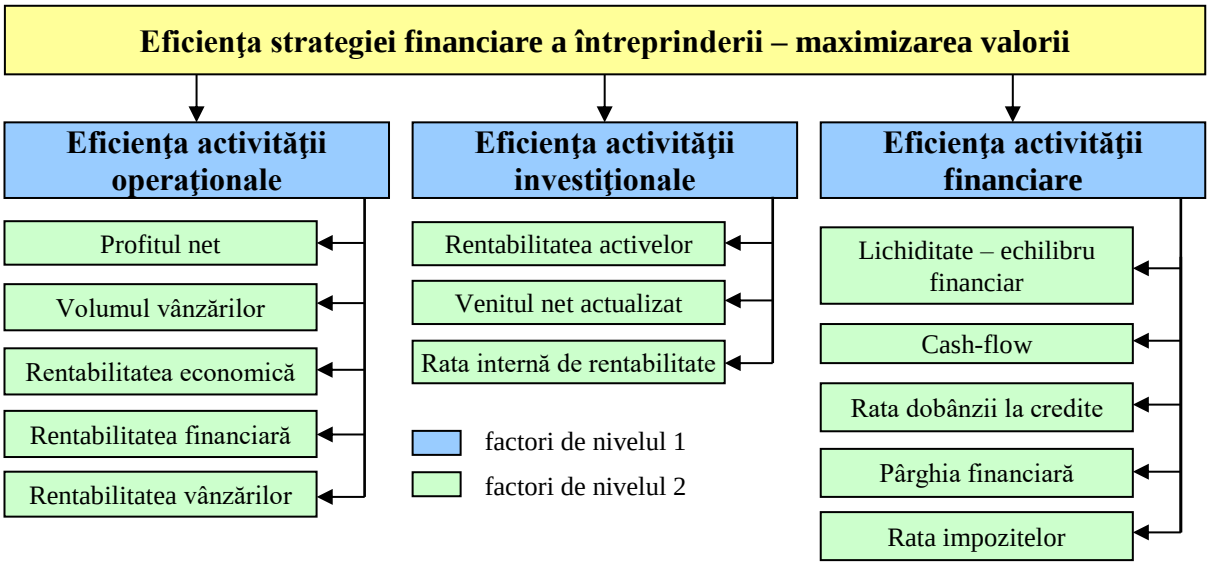


Figura 2.16. Modelul financiar de gestiune operativă a valorii întreprinderii

Sursa: elaborată de autor

III. Eficiența activității investiționale reflectă eficiența proiectelor investiționale, implementate de către întreprindere. Sub noțiunea de proiect investițional în cazul dat se subînțelege orice proiect legat de investirea mijloacelor bănești în active reale pe un termen mai mare de un an.

IV. Eficiența activității financiare reflectă eficiența managerului financiar privind atragerea diferitor surse de finanțare a întreprinderii, plasarea mijloacelor libere și gestiunea capitalului circulant.

Din câte am realizat mai sus, sarcina cheie a modelului financiar al valorii constă în totalizarea rezultatelor analizei pentru depistarea și sistematizarea factorilor financiari ai valorii întreprinderii. Efectuarea unei analize sistemice a factorilor cheie ai valorii întreprinderii, ne permite să deducem ecuația modelului gestiunii operative a valorii prin unirea a două concepte ale managementului financiar contemporan și finanțelor corporative: *modelul Du Pont și modelul creșterii sustenabile (MCS).*

Pentru a efectua o analiză integrală a factorilor generatori de valoare în baza modelului financiar analitic al valorii întreprinderii, autorul și-a propus de a uni eficiența celor trei activități ale întreprinderii, utilizând în acest scop *modelul Du Pont*. Utilizarea modelului Du Pont permite descompunerea capitalului propriu al întreprinderii într-un șir de indicatori:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Vânzări}} \times \frac{\text{Vânzări}}{\text{Total active}} \times \frac{\text{Total active}}{\text{Capital propriu}} = \underbrace{\text{ROS} \times \text{AT}}_{\text{ROA}} \times \text{FL}, \quad (2.3)$$

unde ROE – rentabilitatea financiară; ROS – rentabilitatea vânzărilor; AT – rotația activelor; FL –pârghia financiară; ROA – rentabilitatea activelor.

Subliniem că ecuația Du Pont reflectă cele trei categorii de decizii ce trebuie luate de managerul financiar: de investire (eficiența utilizării activelor); de finanțare (gradul de îndatorare) și decizii operaționale (marja profitului net).

Descompunerea indicatorului integral, care este unul din factorii de bază ai valorii întreprinderii, în indicatori care caracterizează politica comercială, eficiența gestiunii activelor și politica financiară, permite de a urmări influența principalelor decizii de gestiune asupra valorii întreprinderii. În așa mod există un set limitat de factori cheie, care cuprinde toate domeniile de activitate ale întreprinderii și determină valoarea ei în aspect financiar.

Modelul creșterii sustenabile (MCS) presupune nivelul maxim de creștere a întreprinderii care poate fi atins și menținut de către întreprindere fără a atrage surse externe de finanțare. Cu alte cuvinte, rata creșterii sustenabile (RCS) constituie viteza de mărire a vânzărilor pe care compania este în stare să le atingă cu condiția păstrării neschimbate a politicii sale financiare și operaționale. RCS poate fi estimată prin următoarea relație:

$$RCS = ROE \times R \quad (2.4)$$

unde R – rata de acumulare sau a profitului rămas în întreprindere (neplătit acționarilor sub formă de dividende).

Pentru o companie în creștere, care crește cu ritmuri stabile, este adevărată următoarea formulă a modelului creșterii sustenabile:

$$RCS = \frac{ROE \times R}{1 - ROE \times R} \quad (2.5)$$

În opinia autorului, relevanța modelului creșterii sustenabile în cadrul gestiunii creșterii valorii poate fi urmărită într-o formă exhaustivă doar în urma integrării celor două modele prezentate mai sus, rezultatul acestei integrări fiind prezentata în figura 2.17.

Politica operațională a întreprinderii este descrisă de doi coeficienți financiari:

– *rentabilitatea vânzărilor* – fixează încasările din realizarea producției, care depinde de politica stabilită a prețurilor și situația întreprinderii pe piață, pentru acest parametru răspund colaboratorii serviciului de marketing al întreprinderii. În afară de aceasta acest coeficient reflectă controlul asupra cheltuielilor productive și neproductive, care au un impact asupra profitului. Prin urmare, coeficientul rentabilității vânzărilor include în sine informația cu privire la sortimentul producției și practica gestiunii activelor circulante ale întreprinderii;

– *rotația activelor* – demonstrează într-o formă agregată eficiența companiei, reflectă practica gestiunii capitalului investit în baza politicii operaționale existente: sortimentul creat, poziția pe piață, rezultativitatea managementului productiv.

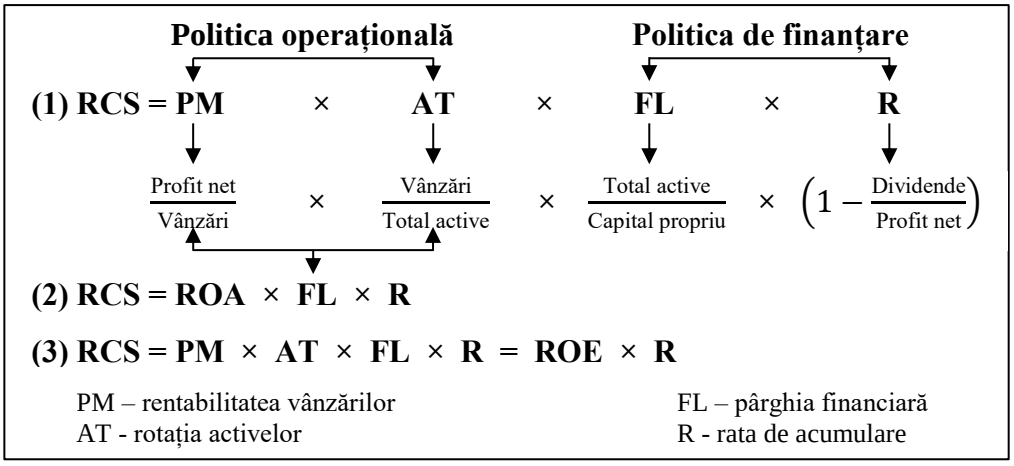


Figura 2.17. Gestiunea valorii întreprinderii prin prisma modelului de creștere sustenabilă

Sursa: elaborată de autor în baza relațiilor modelelor Du Pont și RCS

Politica de finanțare este caracterizată de doi indicatori:

– *rata de acumulare sau reinvestire* care depinde direct de sistemul de utilizare a surselor interne de finanțare, la care se atribuie profitul creat de întreprindere și politica de plăți către proprietari;

– *coeficientul pârghiei financiare* descrie principiile de atragere a capitalului. Cu cât capitalul împrumutat este mai mare, cu atât șansele de sporire a profitului cresc, deoarece la rezolvarea acestei sarcini acționează pârghia financiară.

Cu alte cuvinte, modelul MCS exprimă unica posibilă cale de creștere a vânzărilor întreprinderii cu condiția rămânerii neschimbate a celor patru coeficienți examinați. Dacă ritmul de creștere a companiei devine altul, unul din coeficienți trebuie să se schimbe, și prin urmare au loc schimbări fie în politica operațională, fie în politica de finanțare.

Punctul forte al acestui indicator rezidă în integritatea lui, deoarece factorii incluși, permit de a urmări toată activitatea companiei. Cu ajutorul acestui model putem evalua pieţele produselor întreprinderii, produsele însăși, precum și activitatea financiară a întreprinderii. Putem verifica daca activitatea financiară poate susține activitatea de producție și planurile de marketing. Dacă potențialul creșterii noastre este insuficient, atunci putem lua decizia privind modificarea rentabilității vânzărilor, coeficientului de rotație al activelor, pârghiei financiare, coeficientului de reinvestire.

Când strategia financiară în interior și exterior coincide exact cu strategiile de producție și marketing, atunci putem vorbi despre o valoare maximă a afacerii.

În vederea atingerii obiectivelor propuse de autor în lucrarea dată, a fost realizată o cercetare empirică în baza datelor activității financiare a întreprinderilor industriale din Republica Moldova pentru anii 2012-2017. Au fost selectate 32 de societăți pe acțiuni reprezentative pentru sectorul industrial autohton și economia Republicii Moldova, cu vânzări totale de 5,6 mld. lei în anul 2012 și 7,1 mld. lei în anul 2017, ceea ce constituie 13,5% din volumul producției industriale pentru anul 2017 a sectorului industrial autohton [81]. Unul din argumentele focusării cercetării pe întreprinderi industriale mari se datorează faptului că implementarea conceptului de gestiune a valorii este actuală la un anumit nivel conceptual de dezvoltare a întreprinderii (vezi figura 2.14), iar întreprinderile selectate corespund etapei de maturitate-declin a ciclului de viață. Al doilea argument este legat de forma organizatorico-juridică a întreprinderilor selectate, care fiind societăți pe acțiuni, dețin o structură de guvernare corporativă, ce ne permite de a studia procesele decizionale ale unei administrări complexe, reieșind din interesele diferite ale actorilor implicați în procesul decizional. Al treilea argument este legat de posibilitatea cercetării corelării dintre capitalizarea bursieră a întreprinderii și valoarea fundamentală a întreprinderii, datorită faptului că acțiunile întreprinderilor industriale selectate sunt cotate la BVM. Cu toate acesta, remarcăm că cercetările efectuate asupra întreprinderilor industriale pot fi extrapolate asupra întreprinderilor mici și mijlocii.

Informația generală privind eșantionul întreprinderilor selectate pentru cercetare este expusă în anexa 22, iar indicatorii activității financiare ale societăților pe acțiuni pentru anii 2012-2017 sunt expuși în anexele 23-28 și tabelul 2.7.

Tabelul 2.7. Caracteristica generală a eșantionului întreprinderilor cercetate, mii lei

Denumirea indicatorului	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	Agregat	Media eșantion	Agregat	Media eșantion	Agregat	Media eșantion	Agregat	Media eșantion	Agregat	Media eșantion	Agregat	Media eșantion
1. Vânzări	5688	177,7	5319	166,2	5874	183,5	6067	189,6	7343	229,4	7128	222,7
2. Active	6117	191,2	6688	209,0	7090	221,6	7390	230,9	8367	261,5	9248	289
3. Active nete	3762	117,6	3833	119,7	3921	122,5	4073	127,3	4647	145,2	4959	154,9
4. Capital social	1247	38,9	1247	38,9	1272	39,8	1309	40,9	1311	40,9	1349	42,2
5. Profit net	150	4,7	99,7	3,1	123,2	3,8	116,9	3,7	304,5	9,5	322,3	10,1

Sursa: estimările autorului în baza rapoartelor financiare ale întreprinderilor industriale, anexele 23-28

Analiza indicatorilor preliminari ai eșantionului întreprinderilor cercetate, ne vorbește despre existența unei dinamici pozitive de-a lungul perioadei studiate pentru indicatorii vânzărilor, activelor totale, activelor nete și capitalului social. Profitul net înregistrează de asemenea o dinamică pozitivă, cu excepția anilor 2013-2015.

La o evaluare din punct de vedere patrimonial (bazată pe metoda cheltuielilor) a procesului gestiunii valorii la întreprinderile cercetate, constăm că activele nete ale întreprinderilor industriale înregistrează o dinamică pozitivă, de la 3762 mii lei în anul 2012 la 4959 mii lei în anul 2017, fapt care la prima vedere ne spune despre majorarea bunăstării acționarilor întreprinderilor analizate.

Însă pentru efectuarea unei evaluări specifice și detaliate a procesului de creare a valorii, vom aplica instrumentarul propus de autor în vederea gestiunii operative a valorii întreprinderii.

Determinarea indicatorului RCS pentru anii 2012 – 2017 a fost realizată în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor industriale autohtone, iar rezultatele estimărilor sunt prezentate în anexa 29.

Mărimile indicatorului RCS pentru întreprinderile analizate sunt diferite și se situează în diapazonul -75,08 % până la 49,26%. Luând în considerare dispersia rezultatelor obținute, le vom analiza prin stabilirea numărului de întreprinderi care au înregistrat rezultat pozitiv, și respectiv negativ, valorile medii ale indicatorului pentru întreprinderile care au înregistrat rezultat pozitiv, respectiv negativ, precum și mediei generale pe toate întreprinderile din eșantionul cercetat.

Tabelul 2.8. Evaluarea generalizată a rezultatelor determinării indicatorului RCS la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Nr.	Rezultatul evaluării	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.	Rezultat pozitiv pe întreprinderi, unități	23	23	24	22	29	25
2.	Rezultat negativ pe întreprinderi, unități	9	9	8	10	3	7
3.	Valoarea medie a rezultatului pozitiv, %	7,18	7,66	7,66	7,72	6,99	6,49
4.	Valoarea medie a rezultatului negativ, %	-11,84	-8,43	-8,29	-10,82	-5,32	-8,68
5.	Media generală, %	1,83	3,14	3,67	1,92	5,83	3,17

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii

În urma evaluării generalizate a rezultatelor determinării RCS în baza eșantionului de întreprinderi cercetate, am stabilit că în anul 2017 din total 32 de întreprinderi industriale, 25 – înregistrează rezultat pozitiv și 7 – rezultat negativ. Pe parcursul perioadei analizate, anii 2012-2017, constatăm că numărul de întreprinderi cu rezultat pozitiv crește, iar numărul maxim de întreprinderi cu rezultat pozitiv a fost atins în anul 2016 – 29 de întreprinderi.

Valoarea medie a RCS la 25 de întreprinderi care au înregistrat rezultat pozitiv pentru anul 2017 constituie 6,49% și înregistrează o diminuare nesemnificativă în comparație cu anul 2012 cu -0,69%, iar diminuarea față de valoarea medie maximă atinsă în anul 2015 constituie -1,23%.

Valoarea medie a RCS la 7 de întreprinderi care au înregistrat rezultat negativ pentru anul 2017 constituie -8,68% și înregistrează o diminuare în comparație cu anul 2012 cu 3,16%, iar diminuarea maximă pe parcursul perioadei analizate a fost de 6,52%.

Luând în considerare că diminuarea nesemnificativă a valorii medii a RCS la întreprinderile cu rezultat pozitiv a fost însoțită de o creștere a numărului de întreprinderi cu impact pozitiv, iar diminuarea valorii medii a RCS la întreprinderile cu rezultat negativ a fost însoțită de o cădere a numărului de întreprinderi cu rezultat negativ, în consecință am obținut o valoare medie generală pozitivă a RCS, care în perioada analizată a evoluat de la 1,83% în anul 2012 la 3,17% în anul 2017. Dar menționăm că în interiorul perioadei analizate au fost atinse cote mai mari a RCS, spre exemplu în anul 2014 – 3,67%, iar în anul 2016 – valoarea maximă pentru toată perioada analizată de 5,83%.

Rezultatul pozitiv înregistrat ne vorbește despre faptul că marea parte a întreprinderilor industriale autohtone dispun de un potențial intern de creștere destul de mare, respectiv, societățile pe acțiuni cercetate dispun de o capacitate de creștere fără a apela la surse de finanțare externe.

Ținând cont de existența unui trend crescător neuniform a valorilor medii a RCS și, având o dispersie semnificativă a indicatorului RCS pe întreprinderi aparte, am decis de a investiga mai aprofundat cauzele care au avut un impact pozitiv și respectiv negativ, atât pe întreprinderi în parte, cât și în mod generalizat, fapt pentru care am recurs la procedeul analizei factoriale a RCS și am elaborat modelul factorial de analiză a RCS, prezentat în figura 2.18.

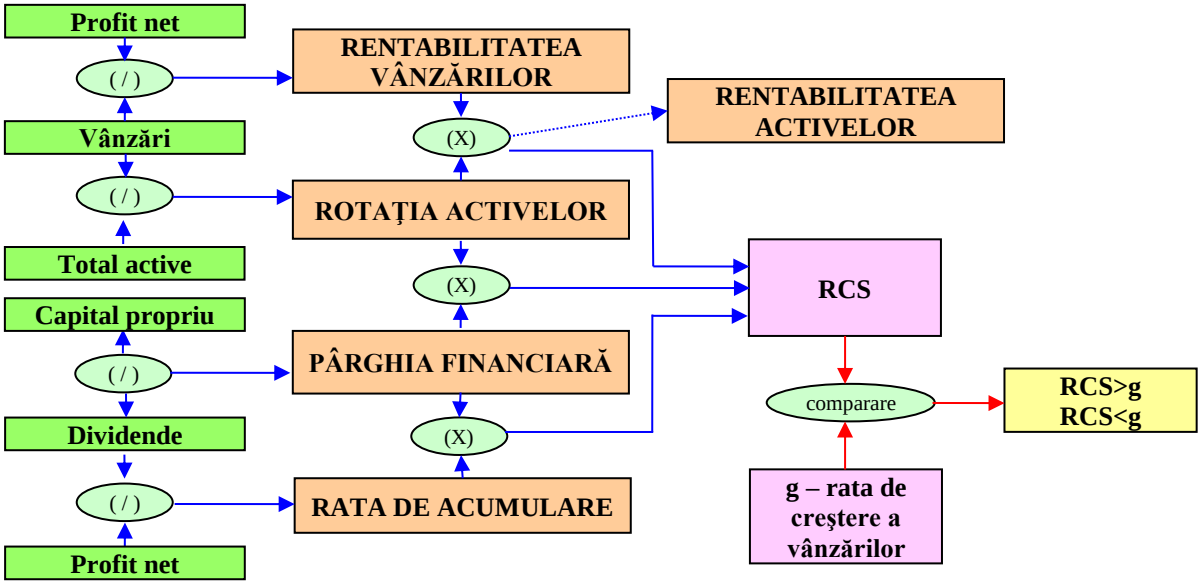


Figura 2.18. Modelul factorial-decizional de analiză a ratei de creștere sustenabile

Sursa: elaborată de autor în baza relațiilor de calcul

Modelul factorial de analiză a RCS a fost aplicat de autor la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017, iar rezultatele analizei au fost prezentate în anexa 30. Din considerente că volumul de date rezultat din analiza efectuată este destul de impunător, autorul a

recurs la o generalizare a rezultatelor pe factori de influență și număr de întreprinderi asupra cărora factorii au avut influență pozitivă și negativă.

Rezultatele generalizate ale analizei factoriale ale RCS sunt prezentate în tabelul 2.9.

Tabelul 2.9. Rezultatele analizei factoriale a indicatorului RCS la întreprinderile industriale pentru anii 2012-2017 grupate pe factori cu impact pozitiv și negativ

Nr.	Indicatori	2013 / 2012	2014 / 2013	2015 / 2014	2016 / 2015	2017 / 2016	Efect cumulat
1.	Abaterea medie a RCS, %	1,3	0,54	-1,75	3,91	-2,66	1,34
2.	**Influența rentabilității vânzărilor, inclusiv:**						
2.1.	-valoarea medie pe întreg eșantion, %	3,93	-5,13	-0,84	3,90	-0,95	0,91
2.2.	-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	11	15	15	20	10	71
2.3.	-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	21	17	17	12	22	89
3.	**Influența rotației activelor, inclusiv:**						
3.1.	-valoarea medie pe întreg eșantion, %	1,60	-4,56	0,12	0,15	-0,53	-3,22
3.2.	-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	15	16	12	18	9	70
3.3.	-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	17	16	20	14	23	90
4.	**Influența pârghiei financiare , inclusiv:**						
4.1.	-valoarea medie pe întreg eșantion, %	-3,47	-0,36	-1,18	-0,64	-0,29	-5,94
4.2.	-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	12	10	9	12	14	57
4.3.	-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	20	22	23	20	18	103
5.	**Influența ratei de acumulare, inclusiv:**						
5.1.	-valoarea medie pe întreg eșantion, %	-0,75	10,58	0,15	0,50	-0,89	9,59
5.2.	-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	4	3	2	2	0	11
5.3.	-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	28	29	30	30	32	149

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii realizate în anexa 30

În urma analizei factoriale a RCS în cadrul perioadei analizate s-a constatat că în 3 ani indicatorul a avut o dinamică pozitivă, iar în 2 ani – dinamică negativă.

În anii 2013 și 2016, când s-a constatat o abatere pozitivă, un impact pozitiv asupra indicatorului RCS la majoritatea întreprinderilor analizate au avut-o 2 factori din 4, și anume: rentabilitatea vânzărilor și rotația activelor, pe când ceilalți 2 factori au avut un impact negativ la majoritatea întreprinderilor analizate, și anume: pârghia financiară și rata de acumulare.

Dacă e să analizăm indicatorul RCS pe factori de influență aparte, atunci constatăm următoarea situație:

– rentabilitatea vânzărilor a influențat pozitiv asupra evoluției RCS în anii 2013 și 2016, în restul 3 ani a influențat negativ. Dacă e să estimăm efectul cumulat total al influenței rentabilității vânzărilor, atunci constatăm un efect pozitiv, dar destul de mic ca valoare +0,91%. Însă, de-a lungul perioadei analizate, efectul cumulat total al rentabilității vânzărilor pe întreprinderi a fost negativ pentru majoritatea întreprinderilor, adică pentru 89 din 160 întreprinderi-ani. Respectiv putem concluziona că rentabilitatea vânzărilor a influențat negativ RCS la majoritatea întreprinderilor industriale autohtone. Această situație s-a creat din cauza diminuării marjei comerciale, și respectiv drept consecință, întreprinderile au început să încaseze mai puțin profit la 1 leu vânzări;

– rotația activelor a influențat pozitiv asupra evoluției RCS în anii 2013, 2015 și 2016, în restul 2 ani a influențat negativ. Dacă e să analizăm efectul cumulat total al influenței rotației activelor, atunci constatăm un efect negativ, destul de semnificativ ca valoare -3,22%. Însă, de-a lungul perioadei analizate, efectul cumulat total al rotației activelor pe întreprinderi a fost negativ pentru majoritatea întreprinderilor, acumulând o majoritate de 90 de întreprinderi–ani din totalul de 160 întreprinderi–ani. Respectiv putem concluziona că majoritatea întreprinderilor industriale autohtone se confruntă cu problema utilizării eficiente a activelor, acestea din urmă generând tot mai puține vânzări la 1 leu active;

– pârghia financiară a influențat negativ asupra evoluției RCS pe toată perioada analizată. Efectul cumulat total al influenței pârghiei financiare este negativ și destul de semnificativ ca valoare -5,94%. Dacă e să analizăm efectual cumulat pe întreprinderi, atunci din 160 de întreprinderi-ani, în doar 57 de cazuri a fost înregistrat efect pozitiv, iar în restul 103 cazuri efectul a fost negativ. Concluzia de bază a rezultatului obținut este următoarea: întreprinderile autohtone nu dețin o structură optimă a capitalului, care ar genera maxim profit sau capitalul este imobilizat în active care nu sunt utilizate în procesul de producție;

– rata de acumulare a influențat pozitiv asupra evoluției RCS în 3 ani consecutiv 2014, 2015 și 2016, iar în restul 2 ani a avut un impact negativ. Evaluând efectul cumulat total al influenței ratei de acumulare, atunci constatăm un efect pozitiv, dar care este destul de semnificativ ca valoare +9,59%. Însă menționăm, că această valoare semnificativă are un caracter aleatoriu, cauzat de plata dividendelor efectuată în anul 2014 în sume deosebit de mari de către 3 societăți pe acțiuni, și respectiv acest impact semnificativ nu poate fi atribuit întregului eșantion. Analizând influența ratei de acumulare pe întreprinderi în parte, atunci constatăm că pe parcursul perioadei analizate impactul negativ pe întreprinderi a fost distribuit în mod constant, ori în mediu la 30 din 32 de întreprinderi rata de acumulare a avut un impact negativ asupra RCS. Estimând efectul total cumulat pe întreprinderi, atunci putem afirma cu certitudine că la majoritatea întreprinderilor impactul a fost negativ, sau din 160 de întreprinderi-ani, în 149cazuri s-a înregistrat un impact negativ asupra evoluției RCS.

În vederea evaluării grafice a dinamicii RCS și a factorilor cu impact asupra indicatorului RCS, autorul a recurs la elaborarea diagramei din figura 2.19.

Pentru evaluarea utilizării potențialului de creștere al întreprinderilor industriale am recurs la compararea indicatorului RCS cu rata de creștere a vânzărilor (g). În rezultatul comparației am stabilit că majoritatea întreprinderilor dețin o rată de creștere a vânzărilor superioară RCS, ceea ce demonstrează utilizarea maximă a potențialului intern de creștere.

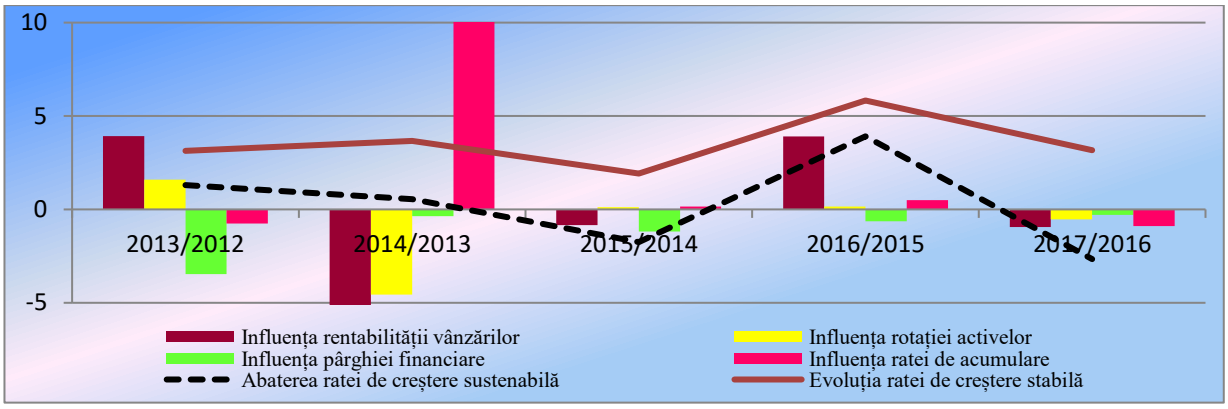


Figura 2.19. Evoluția indicatorului mediu a RCS la întreprinderile analizate și influența principalilor factori asupra evoluției indicatorului mediu al RCS

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii

În tabelul 2.10 este prezentată o evaluare generalizată a rezultatelor analizei comparative dintre indicatorii RCS și g.

Tabelul 2.10. Analiza comparativă a indicatorilor RCS și g la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Nr.	Rezultatul evaluării	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Efect cumulat
1.	**RCS > g, unități**	-	12	12	17	13	21	75
2.	**RCS < g, unități**	-	20	20	15	19	11	85
3.	**Valoarea medie a RCS, %**	1,83	3,14	3,67	1,92	5,83	3,17	17,73
4.	**Valoarea medie a g, %**	-	16,57	22,49	1,36	16,17	6,03	62,62

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii

Analizând coraportul dintre RCS și g pentru anii 2013-2017 pe întreprinderi industriale am stabilit următoarele:

– în anii 2015 și 2017 am constatat inegalitatea RCS>g pentru majoritatea întreprinderilor, respectiv putem afirma că în acești ani întreprinderile au atins vânzări inferioare vis-a-vis de rezervele interne de creștere ale întreprinderii;

– în anii 2013, 2014 și 2016 am constatat inegalitatea RCS<g pentru majoritatea întreprinderilor, respectiv putem afirma că în acești ani întreprinderile au atins vânzări superioare vis-a-vis de rezervele interne de creștere ale întreprinderii.

Pentru o vizualizare grafică a ponderii întreprinderilor cu aceste două tipuri de inegalități RCS>g și RCS<g, în corelație cu evoluția indicatorilor RCS și g, am realizat figura 2.20.

Analizând evoluția valorilor medii ale indicatorului RCS și g pentru anii 2013-2017 reprezentate în figura 2.20, am stabilit că în perioada analizată valoarea medie a indicatorului g este mai mare decât valoarea medie a indicatorului RCS, cu excepția anului 2015, când se atestă inegalitatea inversă, dar cu o diferență nesemnificativă.

În baza analizei grafice a evoluției RCS și g, putem afirma că întreprinderile industriale autohtone realizează o creștere a vânzărilor mai mare, decât posibilitățile interne de creștere, care

este realizată fie prin găsirea unor rezerve interne de creștere suplimentare celor existente, fie prin apelarea la surse de finanțare externe.

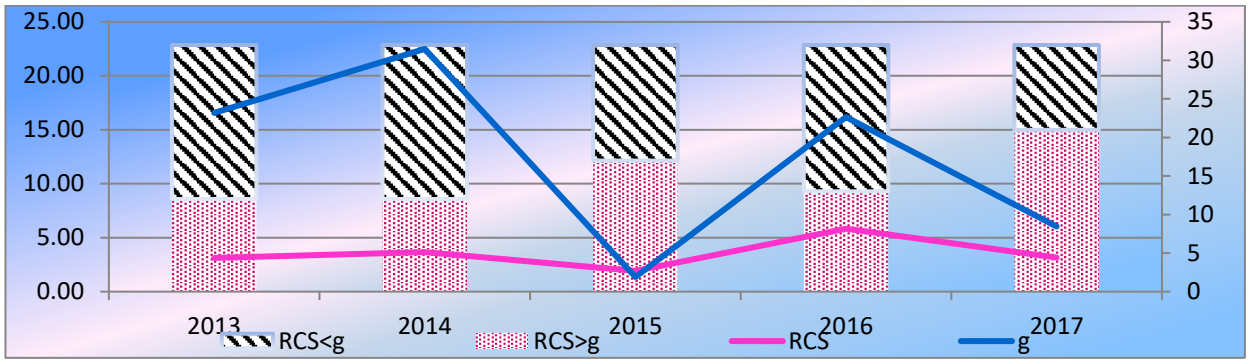


Figura 2.20. Evoluția valorilor medii a indicatorilor RCS și g la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2013-2017

Sursa: elaborată de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii

În baza realizării comparației dintre indicatorii RCS și g, autorul a decis combinarea aspectelor metodologice și instrumentarului practic de gestiune a valorii întreprinderii prin utilizarea modelelor de analiză strategică cunoscute, în primul rând: modelul 5 forțe ale pieței, lanțul creării valorii (M. Porter) și matricele de poziționare (General Electric, BCG, Ansoff, Kearney). Astfel, pentru poziționarea financiară a întreprinderilor autohtone în baza modelului creșterii stabile, autorul a elaborat matricea „RCS - g" prezentată în figura 2.21, utilizarea căreia împreună cu instrumentarul descris mai sus, va permite de a petrece o evaluare complexă a situației și de a elabora decizii strategice îndreptate spre creșterea valorii întreprinderii. Cu ajutorul acestei matrice putem poziționa atât întreprinderea față de alte întreprinderi din ramură sau concurente, cât și unitățile de afaceri din interiorul întreprinderii.

Din analiza distribuției întreprinderilor în cadrul celor 8 sectoare realizate în anexa 31 și prezentate în figura 2.21, constatăm că în anul 2013 o mare parte din întreprinderi s-au poziționat în cadranul I, respectiv constatăm că 15 întreprinderi din 32 au înregistrat o creștere intensivă însoțită de un deficit de resurse. Celelalte întreprinderi au o distribuție în toate cadranele, fiecărui cadran fiindu-i atribuite de la 1 până la maxim 4 întreprinderi.

O altă situație constatăm în anul 2017, când 9 întreprinderi se situează în cadranul IV, fiind în declin progresiv însoțit de un surplus de resurse, iar 8 întreprinderi se situează în cadranul II înregistrând o creștere lentă însoțită de un surplus de resurse. Celelalte întreprinderi au o distribuție în toate cadranele, cu excepția cadranului 5, fiecărui cadran fiindu-i atribuite de la 1 până la maxim 4 întreprinderi.

Analizând evoluția poziționării întreprinderilor autohtone în cadrul matricei „RCS-g", constatăm o înrăutățire a situației financiare a întreprinderilor, și anume: în anul 2013 majoritatea întreprinderilor industriale înregistrau o creștere intensivă, dar se confruntau cu problema

deficitului de resurse, iar în anul 2017 majoritatea întreprinderilor înregistrează o creștere lentă sau chiar declin în activitate, pe fonul unui excedent de resurse.

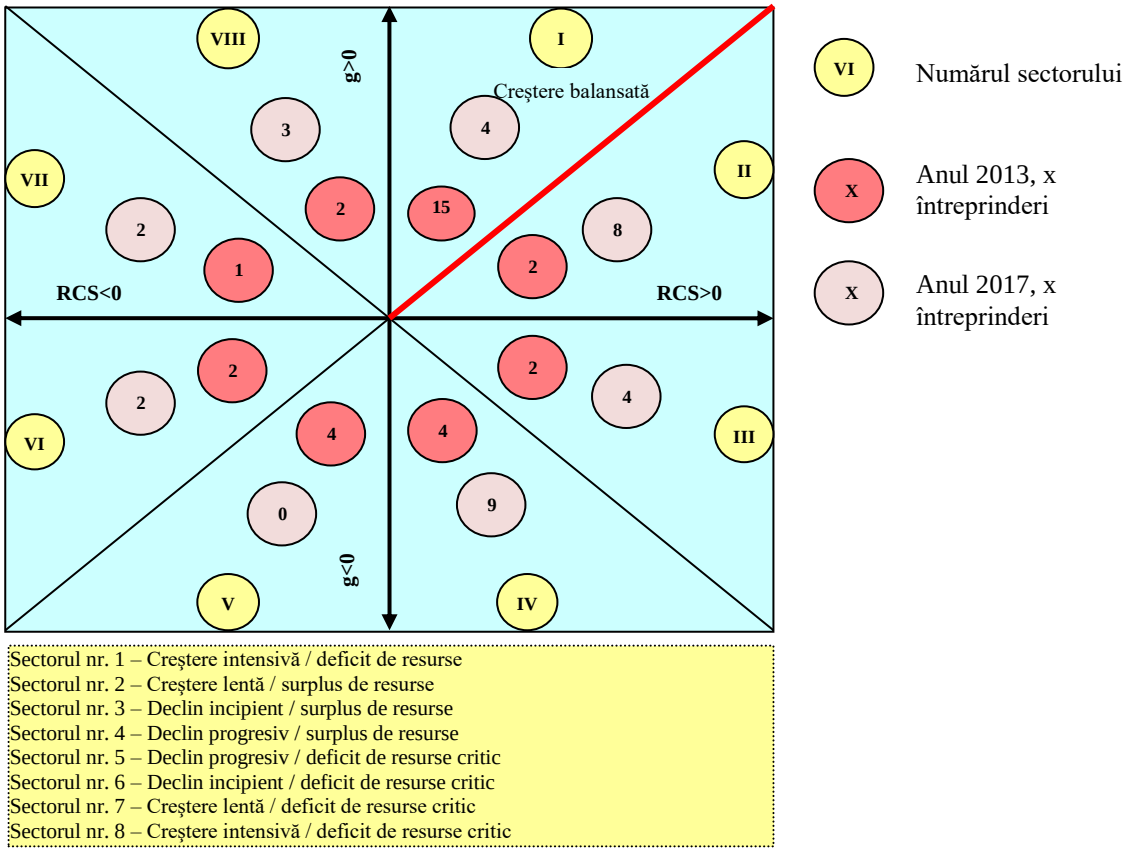


Figura 2.21. Matricea de poziționare financiară „RCS - g" a întreprinderilor industriale autohtone

Sursa: elaborată de autor în baza estimărilor proprii realizate în anexa 31

Cea mai optimală strategie este mișcarea pe linia de culoare roșie care desparte sectoarele I și II ale matricei. Aflarea pe această linie asigură o creștere balansată. Orice deviere de la această linie în sectoarele I sau II, este de asemenea o situație favorabilă, dar care solicită luarea unor decizii strategice privind utilizarea oportunităților existente. Celelalte sectoare trebuie evitate, deoarece prezintă diferite situații cu potențiale pericole, de aceea în cazul poziționării companiei în aceste sectoare este necesar de a lua decizii operative privind corectarea situației care distruge valoarea întreprinderii.

Modelul RCS a fost testat și adaptat de autor în cadrul întreprinderilor industriale autohtone „Incomlac" SA., „Moldagrotehnica" SA., „Barza Albă" S.A., „Moldelectromontaj-Nord" S.A., „Rusnac-Moldaqua" S.R.L., Institutul de cercetări științifice „RIF-ACVAAPARAT" S.A. În cadrul întreprinderilor susmenționate, modelul a permis de a realiza gestiunea primară a crizelor și stabilirea vectorilor de acțiunea în vederea redresării întreprinderilor.

Totodată, este important de a menționa limitele modelului RCS, deoarece acesta poate fi utilizat doar în gestiunea incipientă a crizelor în cadrul întreprinderilor mari, ulterior fiind necesar implementarea modelului de gestiune strategică. Însă pentru microîntreprinderi și întreprinderile aflate la etapa de lansare, modelul este util.

Analiza factorilor financiari integrali ai valorii, calculați în baza companiilor autohtone pentru perioadele trecute și utilizarea lor ca orientare în efectuarea prognozelor, permite de a poziționa strategic întreprinderile autohtone și a modela alternativele strategice pentru dezvoltarea sustenabilă a întreprinderii.

2.2.2. Modelul de gestiune strategică a valorii întreprinderii

Creșterea valorii întreprinderii este posibilă numai în cazul gestiunii eficiente a proceselor care o generează. Prin urmare, mecanismul formării valorii întreprinderii, în viziunea autorului, poate fi redat prin modele factoriale cu scopul de a determina factorii cheie care au un impact deosebit asupra valorii, cu elaborarea și realizarea ulterioară a unei strategii de maximizare a valorii întreprinderii.

Determinarea factorilor cheie ai valorii, adică a acelor parametri ai activității, care de facto determină valoarea întreprinderii, este cea mai importantă etapă în realizarea conceptului gestiunii valorii. În primul rând, determinarea lor corectă ajută managerilor de a înțelege în baza căror factori are loc crearea valorii. În al doilea rând, aranjarea factorilor pe niveluri permite de a institui prioritățile direcțiilor de gestiune. În al treilea rând, acești factori ajută top-managerilor și personalului unităților de afaceri de a se uni în baza înțelegerii comune a priorităților de bază ale întreprinderii.

Teoria financiară contemporană tratează în mod diferit factorii financiari generatori de valoare. Astfel T. Copeland susține că fluxurile determină valoarea întreprinderii și a capitalului propriu, susținând – „Cash is the King" (Banul este regele) [101, p.69], dar A. Black, F. Wright, D. Beckham consideră că profitul este generator de valoare, denumind capitolul respectiv din monografia sa – „Profit is an Option, Cash is a Fact" (Profitul este o opțiune, banul este un fapt) [98, p.41]. În același timp B. Stewart, creatorul și ideologul indicatorului EVA, numește paragraful monografiei sale – „Abandon Cash Flow!" (Abandonați fluxurile bănești) [128, p. 12].

În dependență de criteriul care va sta la baza determinării indicatorilor, îi vom despărți în două grupe (figura 2.22):

I. Indicatori ai rezultatelor activității bazați pe evaluările contabile (bilanțiere);

II. Indicatori ai rezultatelor activității bazați pe valoarea de piață.

În determinarea de mai sus sunt posibile și variante intermediare, când în indicatorul rezultatelor e posibilă o oarecare detașare de la baza fluxurilor sau contabilă. Însă în cazul unei baze mixte, indicatorii după logica calculării și filozofia aplicării se vor apropia de o bază concretă.

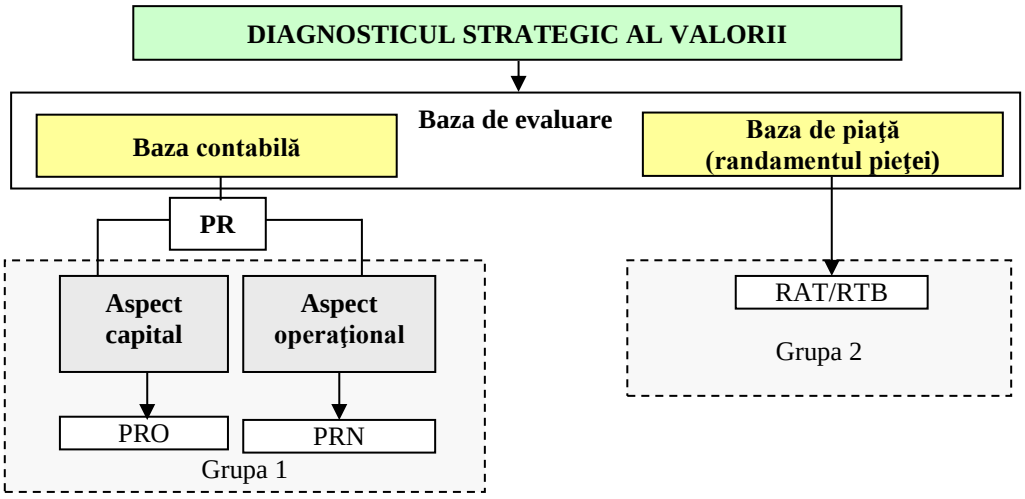


Figura 2.22. Indicatorii diagnosticului strategic al valorii

Sursa: elaborată de autor.

În continuare ne propunem să examinăm indicatorii rezultatelor activității bazați pe evaluările contabile (de bilanț).

Modelul profitului rezidual (*MPR*) presupune că valoarea fundamentală a capitalului propriu al unei companii depinde de:

– mărimea capitalului investit la momentul evaluării;

– rentabilitatea de facto a capitalului;

– rentabilitatea solicitată a capitalului;

– perioada avantajelor competitive, adică capacitatea întreprinderii de a genera o rentabilitate a capitalului superioară celei cerute. Vom remarca că valoarea fundamentală se creează numai pe parcursul perioadei date.

Reformulând postulatele de bază ale modelului profitului rezidual, putem afirma că valoarea fundamentală a capitalului propriu al întreprinderii se compune din două elemente de bază: (a) valoarea de bilanț a capitalului propriu la momentul evaluării; (b) fluxul actualizat al profiturilor reziduale, care asigură sporul valorii fundamentale asupra valorii de bilanț a capitalului propriu. Cu toate acestea modelul (b) a primit denumirea de valoare de piață adăugată (*MVA*).

De aici, importantă pentru modelul dat este noțiunea de profit rezidual (*PR*), sub care se subînțelege profitul contabil al întreprinderii minus cheltuielile cu capitalul. Cheltuielile cu

capitalul în general sunt exprimate prin nivelul minim al profitului cerut de investitori asupra capitalului investit. De facto, cheltuielile cu capitalul ca formă a cheltuielilor alternative se determină prin împărțirea rentabilității solicitate la mărimea capitalului investit. Profitul rămas în literatura economică mai este numit și profit economic.

În general mărimea PR poate fi exprimată prin formula:

$$PR_j = \pi_j - \kappa \cdot I_{j-1}, \quad (2.6)$$

unde PR_j – profitul rezidual al perioadei curente; π_j – profitul contabil al perioadei curente, k – rentabilitatea solicitată a capitalului; I_{j-1} – valoarea de bilanț a investițiilor la începutul perioadei (perioada precedentă celei curente).

În dependență de faptul ce se subînțelege sub investiții în organizație, putem evidenția două variante ale indicatorului profitului rezidual: profitul rezidual operațional și profitul rezidual net.

Profitul rezidual operațional (PRO) este profitul operațional net al întreprinderii minus cheltuielile cu întreg capitalul întreprinderii. Indicatorul profitul rezidual operațional, introdus de Penman [120, p. 424], în esență este similar indicatorului profitului economic în versiunea lui Copeland, Murrin și Koller [101].

Esența indicatorului profitul rezidual operațional constă în efectele operaționale nete ale activității întreprinderii, de aceea la calculul său, sub investiții se subînțelege valoarea de bilanț a activelor nete (*AN*), care la rândul său se determină ca diferența între mărimea generală a activelor și datoriile atrase gratis (cea mai mare parte a creditorilor). Remarcăm, că activele nete în determinarea dată sunt activele întreprinderii finanțate din contul surselor cu plată (capitalul propriu și cel împrumutat). Corespunzător în calitate de profit se ia indicatorul profitului operațional net, adică indicatorul profitului până la plata dobânzilor, dar după plata impozitelor – *PPD*:

$$PPD = Pn + Cd \cdot (1 - t), \quad (2.7)$$

unde *Pn* – profitul net; *Cd* – cheltuieli cu dobânzile; *t* – rata impozitului pe profit.

Prin urmare, în calitate de profitabilitate solicitată va fi rata cheltuielilor medii ponderate cu capitalul (CMPC). Atunci formula calculului profitului rezidual operațional va avea forma:

$$PRO_j = PPD_j - CMPC \cdot AN_{j-1}. \quad (2.8)$$

Profitul rezidual, calculat în corespundere cu aspectul operațional, poate fi legat cu indicatorul rentabilității activelor – ROA, care se determină ca:

$$ROA = \frac{PPD_j}{AN_{j-1}}. \quad (2.9)$$

Înlocuind *PPD* din formula (2.9) prin indicatorul rentabilității și punând rezultatul primit în formula (2.8), ultima poate fi transcrisă în următorul mod:

$$PRO_j = AN_{j-1} \cdot (ROA - CMPC). \quad (2.10)$$

Formula (2.10) arată că mărimea profitului rezidual operațional se determină ca mărimea activelor nete ale întreprinderii la începutul perioadei și capacității organizației de a asigura rentabilitatea acestor active mai mare decât cea solicitată.

În continuare ne propunem să aplicăm modelul profitului rezidual operațional în diagnosticarea valorii întreprinderilor industriale autohtone.

Primul pas în aplicarea modelului dat în practică va fi determinarea CMPC, care va derula în două etape:

a) *determinarea costului solicitat al capitalului pentru întreprinderile autohtone*. Unul din parametrii importanți ai modelului profitului rezidual este rentabilitatea solicitată a capitalului sau costului capitalului propriu, care reprezintă nu altceva decât costul investirii alternative a capitalului. La estimarea acestui indicator vom utiliza modelul CAPM (capital assets pricing model), utilizând următoarea relație de calcul:

$$CAPM = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (2.11)$$

unde R_f - mărimea ratei dobânzii (rentabilității) fără risc; R_m - mărimea rentabilității medii pe piața unei țări; β - riscul de piață al unui activ.

Trebuie să remarcăm, că aplicabilitatea acestui model în Republica Moldova este dificilă din cauza subdezvoltării pieții financiare, iar informațiile existente sunt insuficiente pentru a estima rentabilitatea medie a activelor pe piață și riscul individual al activelor.

În continuare ne vom conduce de principiul conform căruia rentabilitatea activelor pe piață depinde de rentabilitatea valorilor mobiliare de stat (VMS), rata dobânzii la credite, depozite, nivelul mediu anual al inflației ș.a.

În urma analizei și sistematizării datelor privind rentabilitatea VMS, rata dobânzii la credite, depozite, nivelul mediu anual al inflației, autorul a constatat că ratele medii anuale ponderate ale depozitelor, VMS și inflației înregistrează valori cu discrepanțe destul de mari față de perioadele precedente (vezi tabelul 2.11), iar în anii 2015, 2017, rata medie ponderată la depozite este inferioară ratei inflației. Reieșind din situațiile prezentate, autorul insistă asupra utilizării în calitate de rentabilitate de referință rata medie ponderată la creditele acordate de către bănci persoanelor juridice în lei moldovenești pe un termen mai mare de 12 luni [78]. Trebuie să menționăm, că indicatorul ratei medii ponderate a dobânzilor la credite pe piața bancară a Moldovei înregistrează o dinamică stabilă și previzibilă și poate fi folosit cu certitudine în

calitate de indicator al ratei dobânzii fără risc, din cauza că este similar indicatorului prezentat pentru Republica Moldova de către agențiile Reuters, Bloomberg, Standart & Poors (anexa 9).

Luând în considerare că întreprinderile analizate funcționează în industria autohtonă, precum și analizând riscurile specifice ramurii, mărimea primei de risc variază între 0-10%. Ținând cont de mărimea întreprinderilor, gradul de diversificare al produselor și lipsa a careva informații compromițătoare despre întreprinderi, precum și coeficienții riscurilor pentru sectoarele economice prezentate de către agenția Reuters și profesorul A. Damodaran (anexa 10, 11 și 13), vom considera prima de risc de 5% adecvată condițiilor actuale. In tabelul ce urmează vom sintetiza datele și vom stabili mărimea rentabilității solicitate a capitalului.

Tabelul 2.11. Determinarea rentabilității solicitate a capitalului propriu al întreprinderilor industriale

Indicatori / Anii	Rata medie ponderată la depo-zitele noi atrase, %	Rata medie ponderată la VMS, %	Rata medie ponderată la credite, %	Rata inflației, %	Prima de risc, %	Costul capitalului propriu, %
A	1	2	3	4	5	6=3+5
2012	10,74	7,12	12,12	4,1	5	17,12
2013	9,66	6,51	11,61	5,2	5	16,61
2014	8,80	7,65	10,14	4,7	5	15,14
2015	10,86	20,88	13,80	13,6	5	18,80
2016	12,82	15,12	13,91	2,4	5	18,91
2017	6,98	6,84	10,36	7,3	5	15,36

Sursa: estimările autorului în sursei [78]

b) *determinarea costului mediu ponderat al capitalului* (CMPC) pentru întreprinderile industriale analizate pentru anii 2012-2017. Luând în considerare volumul mare de date aferent determinării CMPC pentru întreprinderile industriale autohtone, estimarea acestui indicator este realizată în anexa 32.

Trebuie de menționat că pentru a simplifica calculele, în calitate de cost al datoriilor s-a luat rata medie la creditele bancare, care reflectă în mărime aproximativă costul real al capitalului împrumutat al întreprinderii. În realitate efectuarea a astfel de calcule este destul de dificilă luând în considerare faptul că o parte din resursele întreprinderii sunt fără plată. În formulele ulterioare se va reduce importanța prin luarea în calcul a indicatorilor activelor nete, sub care vom subînțelege activele finanțate din datorii și capital propriu.

Tabelul 2.12. Evaluarea generalizată a rezultatelor determinării indicatorului PRO la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Nr.	Rezultatul evaluării	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.	Rezultat pozitiv pe întreprinderi, unități	12	11	13	10	8	10
2.	Rezultat negativ pe întreprinderi, unități	20	21	19	22	24	22
3.	Valoarea medie a rezultatului pozitiv, mii lei	5920	7406	10802	18554	36531	37490
4.	Valoarea medie a rezultatului negativ, mii lei	-10924	-10358	-8944	-13805	-11418	-13366
5.	Media generală, mii lei	-4608	-4252	-922	-3693	569	2526

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor din anexa 33

În anexa 33 sunt prezentate estimările indicatorului PRO la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017. După o analiză a rezultatelor, în tabelul 2.12 vom clasifica întreprinderile analizate după rezultatele înregistrate pentru indicatorul PRO.

În urma aplicării modelului PRO la întreprinderile industriale autohtone putem trage următoarele concluzii: în anul 2017 din total 32 de întreprinderi industriale, 10 – înregistrează rezultat pozitiv și 22 – rezultat negativ. Pe parcursul perioadei analizate, anii 2012-2017, constatăm că coraportul dintre numărul de întreprinderi cu rezultat pozitiv și negativ este practic constant, și se încadrează în limitele de 8-13 întreprinderi, respectiv 19-24 întreprinderi.

Valoarea medie a PRO la 10 de întreprinderi care au înregistrat rezultat pozitiv a indicatorului pentru anul 2017 constituie 37 490 mii lei și înregistrează un trend pozitiv, crescând semnificativ în comparație cu anul 2012, când atingea o valoare de 5920 mii lei. Respectiv, putem concluziona că deși numărul de întreprinderi care înregistrează rezultate pozitive a scăzut de la 12 unități în 2012 la 10 unități în 2017, calitatea gestiunii întreprinderilor care înregistrează rezultate pozitive a crescut și respectiv acestea au început să înregistreze un rezultat pozitiv crescător.

Valoarea medie a PRO la 22 de întreprinderi care au înregistrat rezultat negativ pentru anul 2017 constituie -13366 mii lei și înregistrează o diminuare în comparație cu anul 2012 cu 2442 mii lei. Respectiv putem concluziona că la întreprinderile care înregistrează rezultat negativ situația s-a înrăutățit pe parcursul perioadei analizate.

Valoarea medie generală pe parcursul perioadei analizate a evoluat pozitiv, de la înregistrarea unui rezultat negativ în anul 2012 de –4608 mii lei, la atingerea unui rezultat pozitiv în 2017 de 2526 mii lei. Însă această creștere nu a fost cauzată de creșterea numărului de întreprinderi cu rezultat pozitiv al indicatorului PRO, ci de îmbunătățirea rezultatelor întreprinderilor cu rezultat pozitiv al indicatorului PRO.

Rezultatul negativ înregistrat ne vorbește despre faptul că marea parte a întreprinderilor industriale autohtone nu-și acoperă cheltuielile cu întreg capitalul antrenat în activitatea întreprinderii din contul profitului operațional al întreprinderii. Respectiv, capitalul acționarilor întreprinderii nu este remunerat în măsura minim necesară și există riscul ca capitalul acționar să migreze în alte ramuri unde va înregistra o profitabilitate mai înaltă.

Pentru o analiză relevantă a indicatorului profitului rezidual operațional la întreprinderile industriale autohtone vom recurge la următoarea ilustrare grafică, figura 2.23.

În baza analizei grafice a rezultatelor indicatorilor din figura 2.23, se evidențiază în mod concludent cauza principală a înregistrării unui PRO negativ la întreprinderile autohtone, adică inferioritatea indicatorului rentabilității capitalului investit față de CMPC.

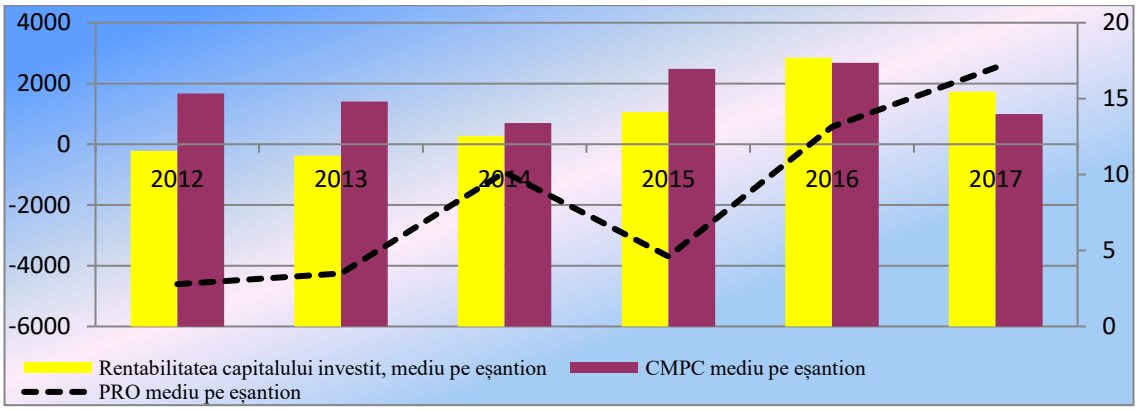


Figura 2.23. Analiza indicatorului PRO pentru perioada 2012-2017 în corelație cu rentabilitatea capitalului investit și CMPC la întreprinderile industriale autohtone

Sursa: estimările autorului în baza rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Pentru o investigare mai profundă a PRO, și anume identificarea factorilor care au influențat modificarea acestuia, recomandăm modelul factorial de analiză al acestui indicator prezentat în figura 2.24.

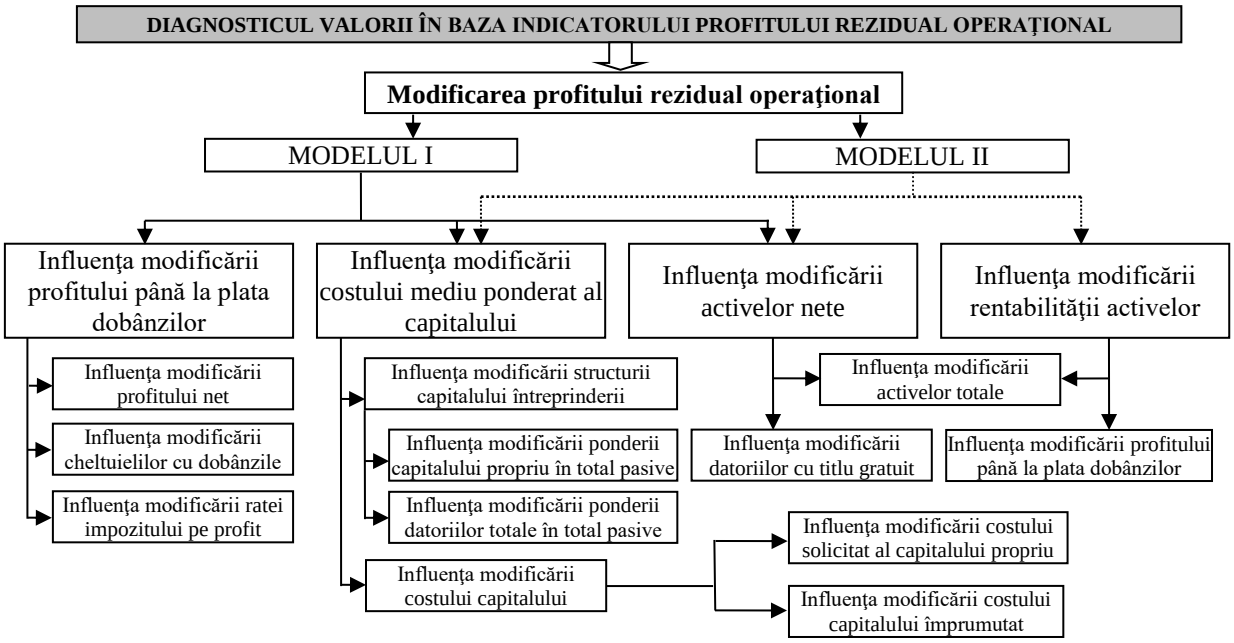


Figura 2.24. Modelul factorial de diagnostic a valorii întreprinderii în baza PRO

Sursa: elaborată de autor

În urma realizării analizei factoriale a profitului rezidual operațional în baza figurii 2.24, datelor inițiale necesare prezentate în anexele 23–28 și a estimărilor prezentate în anexa 34, putem sintetiza rating-ul factorilor cu impact pozitiv și negativ asupra PRO, care va fi redat în tabelul 2.13.

În urma analizei factoriale a PRO în cadrul perioadei analizate s-a constatat că în 4 ani indicatorul a avut o dinamică pozitivă, iar în 1 an – dinamică negativă.

Pe parcursul întregii perioade analizate un impact negativ asupra indicatorului PRO l-au avut activele nete, ceilalți factori în 3 din 5 ani au avut un impact pozitiv.

Tabelul 2.13. Rezultatele analizei factoriale a PRO grupate pe factori cu impact pozitiv și negativ la întreprinderile industriale pentru anii 2012-2017

Indicatori	2013 / 2012	2014 / 2013	2015 / 2014	2016 / 2015	2017 / 2016	Efect cumulat
Abaterea medie a PRO, mii lei	355	3329	-2771	4261	1957	7131
Influența profitului până la plata dobânzii, inclusiv:						0
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	-132	1872	2618	7723	-1725	10356
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	17	17	22	23	9	88
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	15	15	10	9	23	72
Influența costului mediu ponderat al capitalului, inclusiv:						0
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	844	1826	-4479	-333	4986	2844
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	29	32	0	8	32	101
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	3	0	32	24	0	59
Influența activelor nete, inclusiv:						0
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	-356	-368	-909	-3128	-1304	-6065
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	11	6	15	5	6	43
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	21	26	17	27	26	117

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii din anexa 34

Dacă e să analizăm indicatorul PRO pe factori de influență aparte, atunci constatăm următoarea situație:

– profitul până la plata dobânzilor (PPD) a influențat pozitiv asupra evoluției PRO în anii 2014, 2015 și 2016, în restul 2 ani a influențat negativ. Dacă e să stabilim efectul cumulat total al influenței PPD, atunci constatăm un efect pozitiv destul de semnificativ ca valoare +10 356 mii lei. Însă, de-a lungul perioadei analizate efectul cumulat total al PPD pe întreprinderi a fost pozitiv pentru majoritatea întreprinderilor, adică pentru 88 din 160 întreprinderi-ani. Respectiv, putem concluziona că PPD a influențat pozitiv PRO pentru majoritatea întreprinderilor industriale autohtone. Această situație s-a creat grație majorării mărimii absolute a PPD pe parcursul perioadei analizate;

– CMPC a influențat pozitiv asupra evoluției PRO în anii 2013, 2014 și 2017, în restul 2 ani a influențat negativ. Dacă e să vorbim despre efectul cumulat total al influenței CMPC, atunci constatăm un efect pozitiv, dar moderat ca valoare +2844 mii lei. Însă de-a lungul perioadei analizate efectul cumulat total al CMPC pe întreprinderi a fost pozitiv pentru majoritatea întreprinderilor, acumulând o majoritate de 101 de întreprinderi–ani din totalul de 160 întreprinderi–ani. Însă, trebuie de menționat că în anii 2014 și 2017 constatăm un impact pozitiv unanim asupra tuturor întreprinderilor, pe când în anul 2015 un impact negativ unanim asupra tuturor întreprinderilor. Această distribuție unanimă s-a datorat preponderent reducerii bruște a ratei medii ponderate la credite în anii 2014 și 2017, iar în 2015 – creșterii bruște a ratei

medii ponderate la creditele bancare. Respectiv, pentru evitarea discrepanțelor și variațiilor semnificative în CMPC la majoritatea întreprinderilor industriale autohtone, recomandăm stabilirea unei structuri optime a capitalului întreprinderii, astfel încât la o creștere bruscă a ratei medii ponderate la creditele bancare, această structură optimă să genereze un CMPC minim;

– activele nete (AN) au influențat negativ asupra evoluției PRO pe toată perioada analizată. Efectul cumulat total al influenței AN este negativ și destul de semnificativ ca valoare -6065 mii lei. Dacă e să analizăm efectual cumulat pe întreprinderi, atunci din 160 de întreprinderi-ani, în doar 43 de cazuri a fost înregistrat un efect pozitiv, iar în restul 117 cazuri efectul a fost negativ. Concluzia de bază a rezultatului obținut este următoarea: la întreprinderile autohtone pe parcursul perioadei analizate a avut loc o creștere a activelor nete, care în esență nu au generat o rentabilitate adecvată capitalului. Considerăm că cauza principală rezidă în existența unei structuri disproporționate și ineficiente a capitalului, care nu asigură un CMPC optim.

Rating-ul factorilor cu impact asupra PRO ne permite de a formula unele recomandări privind principalele direcții de acțiune în vederea maximizării valorii întreprinderilor industriale autohtone:

1. Un factor vulnerabil pentru întreprinderile autohtone îl constituie costul înalt al capitalului antrenat în activitatea întreprinderii. Acest cost înalt favorizează distrugerea de valoare și generează o rentabilitate inferioară capitalului investit. Pentru a depăși această situație, recomandăm optimizarea structurii capitalului, luând în considerare că capitalul împrumutat are un cost mai redus, decât capitalul propriu. De asemenea, recomandăm precăutarea posibilităților de utilizare în activitatea întreprinderilor a surselor atrase mai ieftine, precum și a surselor de finanțare gratuită prin acceptarea avansurilor de la consumatori și acceptarea materiilor prime de la furnizori cu termen de plată amânat;

2. Reducerea costului capitalului împrumutat constituie mai mult un factor extern și, respectiv, nu poate fi supus unei gestionari din partea managementului întreprinderii. Rata dobânzii la creditele atrase de la bănci depinde de politica monetară promovată de către BNM și situația economică a țării. Dar totuși, factorii interni care ar putea contribui la o reducere a costului capitalului împrumutat sunt: oferirea de asigurări lichide pentru împrumuturile contractate, gestionarea minuțioasă a împrumuturilor în vederea creării unei istorii creditare pozitive, evitarea concentrării unor împrumuturi peste necesitățile reale ale întreprinderii ș.a.;

3. Reducerea nivelului activelor nete și creșterea controlată a activelor totale, adică a activelor finanțate din surse cu plată, deoarece în majoritatea cazurilor odată cu extinderea întreprinderilor, în pasivul acestora apar împrumuturi care trebuie retribuite. Astfel, e necesară o extindere controlată a activelor pentru a asigura o structură optima a capitalului și respectiv un CMPC minim;

4. Majorarea economiilor privind impozitul pe venit și reducerea ponderii capitalului propriu în total pasiv își va avea efectul în cazul optimizării structurii capitalului întreprinderii.

În urma analizei factoriale a PRO, autorul afirmă cu certitudine că creșterea valorii întreprinderilor din Republica Moldova necesită rezolvarea unei probleme fundamentale, și anume, stabilirea structurii optime a capitalului întreprinderii.

Profitul rezidual net (PRN) constituie profitul net al organizației minus cheltuielile cu capitalul propriu. Apariția modelului profitului rezidual net este legat de lucrările clasice ale savanților E. Edwards și P. Bell [106].

Indicatorul profitului rezidual net caracterizează efectele nete ale rezultatelor activității întreprinderii nemijlocit de pe poziția acționarilor (proprietarilor). De aceea, la calculul acestui indicator sub investiții în întreprindere se va subînțelege valoarea de bilanț a capitalului propriu (CP). Respectiv, în calitate de profit se va considera indicatorul profitului net – Pn, iar în calitate de rentabilitate solicitată – rata cheltuielilor cu capitalul propriu (CCP). Atunci formula de calcul a profitului net va avea forma:

$$PRN_j = Pn_j - CCP \cdot CP_{j-1}. \quad (2.12)$$

Profitul rezidual net poate fi legat de indicatorul rentabilității capitalului propriu (ROE), care se determină ca:

$$ROE = \frac{Pn_j}{CP_{j-1}}. \quad (2.13)$$

Exprimând *Pn* din formula (2.13) prin indicatorul rentabilității și înlocuind rezultatul primit în formula (2.12), ultima poate fi expusă în următorul mod:

$$PRN_j = CP_{j-1} \cdot (ROE - CCP). \quad (2.14)$$

Formula (2.14) ne arată că mărimea profitului rezidual net se determină ca mărimea capitalului propriu al întreprinderii la începutul perioadei și capacității întreprinderii de a asigura rentabilitatea capitalului superioară celei solicitate.

Evaluarea rezultatelor estimării indicatorului profitului rezidual net asupra întreprinderilor industriale autohtone este realizată în anexa 35 și sintetizată în următorul tabel:

Tabelul 2.14. Evaluarea generalizată a rezultatelor determinării indicatorului PRN la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Nr.	Rezultatul evaluării	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.	**Rezultat pozitiv pe întreprinderi, unități**	1	2	2	2	1	2
2.	**Rezultat negativ pe întreprinderi, unități**	31	30	30	30	31	30
3.	**Valoarea medie a rezultatului pozitiv, mii lei**	8669	2802	3916	2585	13480	20055
4.	**Valoarea medie a rezultatului negativ, mii lei**	-16221	-18087	-15944	-21798	-18959	-15982
5.	**Media generală, mii lei**	-15443	-16782	-14703	-20274	-17945	-13730

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii din anexa 35

În urma evaluării generalizate a rezultatelor determinării PRN în baza eșantionului de întreprinderi cercetate, am stabilit că în anul 2017 din total 32 de întreprinderi industriale, 2 – înregistrează rezultat pozitiv și 30 – rezultat negativ. Pe parcursul perioadei analizate, anii 2012-2017, constatăm că numărul de întreprinderi cu rezultat pozitiv este constant și se încadrează în diapazonul 1-2 întreprinderi, respectiv și numărul de întreprinderi cu rezultat negativ este constant în diapazonul 30-31 întreprinderi.

Valoarea medie a PRN la cele 2 întreprinderi care au înregistrat rezultat pozitiv pentru anul 2017 constituie 20 055 mii lei și înregistrează o creștere semnificativă în comparație cu anul 2012 cu 11386 mii lei, iar majorarea față de valoarea medie minimă atinsă în anul 2015 constituie 17470 mii lei.

Valoarea medie a PRN la cele 30 de întreprinderi care au înregistrat rezultat negativ pentru anul 2017 constituie -15982 mii lei și înregistrează o creștere în comparație cu anul 2012 cu +239 mii lei, iar creșterea față de valoarea medie minimă atinsă în anul 2015 constituie +5816 mii lei.

Luând în considerare creșterea semnificativă a valorii medii a rezultatului pozitiv pe fonul constant al numărului de întreprinderi ce au atins rezultat pozitiv și dinamica pozitivă a valorii medii a PRN la întreprinderile cu rezultat negativ pe fonul constant al numărului de întreprinderi ce au atins rezultat negativ, constatăm o îmbunătățire a mediei generale a indicatorul PRN pe parcursul perioadei analizate. Însă, un factor alarmant constituie existența unei medii generale cu semn negativ de-a lungul perioadei analizate. Mărimea maximă a fost atinsă în anul 2017 și a constituit -13730 mii lei, iar mărimea minimă – în anul 2015 și a constituit -20274 mii lei.

Rezultatul negativ înregistrat ne demonstrează că marea parte a întreprinderilor industriale autohtone generează o rentabilitate a capitalului propriu inferioară costului capitalului propriu, respectiv autorul este de părerea că societățile pe acțiuni ar trebui să dispună de strategii de majorare a rentabilității capitalului antrenat în activitatea întreprinderii, fie să adopte politici de optimizare a acestui capital.

În urma determinării indicatorului profitului rezidual net la întreprinderile industriale din Republica Moldova, concluzionăm următoarele: în toate perioadele analizate acest indicator ia valori negative, fapt care semnalizează despre remunerarea insuficientă a capitalului acționarilor. Însă tendința acestui indicator este pozitivă.

Pentru a stabili cauzele care stau la baza evoluției acestui indicator, precum și principalele direcții de acțiune în vederea îmbunătățirii lui, vom recurge la studierea factorilor cu impact asupra indicatorului PRN, prezentați în figura 2.25.

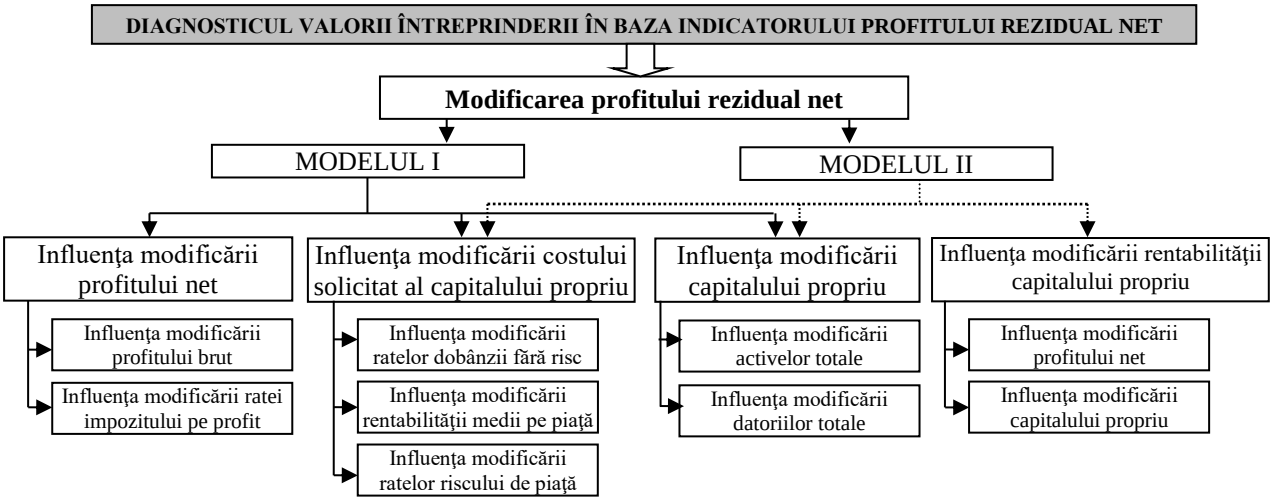


Figura 2.25. Modelul factorial de diagnostic al valorii întreprinderii în baza PRN
Sursa: elaborată de autor

Analiza factorială realizată în anexa 36, ne permite de a efectua rating-ul factorilor cu impact pozitiv și negativ asupra PRN, care va fi redat în tabelul ce urmează.

Tabelul 2.15. Rezultatele analizei factoriale a indicatorului PRN grupate pe factori cu impact pozitiv și negativ la întreprinderile industriale pentru anii 2012-2017

Indicatori	2013 / 2012	2014 / 2013	2015 / 2014	2016 / 2015	2017 / 2016	Efect cumulat
Abaterea medie a PRN, mii lei	-1339	2079	-5572	2330	4215	1713
Influența profitului net, inclusiv:						
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	-1569	732	-195	5862	557	5387
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	16	19	15	21	15	86
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	16	13	17	11	17	74
Influența costului capitalului propriu, inclusiv:						
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	600	1761	-4485	-140	5155	2891
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	32	32	0	0	32	96
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	0	0	32	32	0	64
Influența capitalului propriu, inclusiv:						
-valoarea medie pe întreg eșantion, mii lei	-369	-415	-892	-3392	-1497	-6565
-cu impact pozitiv pe întreprinderi, unități	11	6	15	5	6	43
-cu impact negativ pe întreprinderi, unități	21	26	17	27	26	117

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii din anexa 36

În urma analizei factoriale a PRN în cadrul perioadei analizate s-a constatat că în 3 ani indicatorul a avut o dinamică pozitivă, iar în 2 ani – dinamică negativă, efectul total cumulat fiind pozitiv în mărime de 1713 mii lei.

Pe parcursul întregii perioade analizate, un impact negativ asupra indicatorului PRN l-a avut capitalul propriu, ceilalți factori în 3 din 5 ani au avut un impact pozitiv.

Dacă e să analizăm indicatorul PRN pe factori de influență aparte, atunci constatăm următoarea situație:

– profitul net (Pn) a influențat pozitiv asupra evoluției PRN în anii 2014, 2016 și 2017, în restul 2 ani a influențat negativ. Dacă e să evaluăm efectul cumulat total al influenței Pn, atunci constatăm un efect pozitiv destul de semnificativ ca valoare +5387 mii lei. Însă de-a lungul

perioadei analizate efectul cumulat total al Pn pe întreprinderi a fost pozitiv pentru majoritatea întreprinderilor, adică pentru 86 din 160 întreprinderi-ani. Respectiv putem concluziona că Pn a influențat pozitiv PRN pentru majoritatea întreprinderilor industriale autohtone. Această situație s-a creat grație majorării mărimii absolute a Pn pe parcursul perioadei analizate;

– costul capitalului propriu (CCP) a influențat pozitiv asupra evoluției PRN în anii 2013, 2014 și 2017, în restul 2 ani a influențat negativ. Dacă e să analizăm efectul cumulat total al influenței CCP, atunci constatăm un efect pozitiv, dar moderat ca valoare +2891 mii lei. Însă de-a lungul perioadei analizate, efectul cumulat total al CCP pe întreprinderi a fost pozitiv pentru majoritatea întreprinderilor, acumulând o majoritate de 96 întreprinderi–ani din totalul de 160 întreprinderi–ani. Însă, trebuie de menționat că în anii 2013, 2014 și 2017 constatăm un impact pozitiv unanim asupra tuturor întreprinderilor, pe când în anul 2015, 2016 un impact negativ unanim asupra tuturor întreprinderilor. Această distribuție unanimă s-a datorat preponderent reducerii ratei medii ponderate la credite în anii 2013, 2014 și 2017, iar în 2015, 2016 datorită creșterii bruște a ratei medii ponderate la creditele bancare. Respectiv, putem concluziona că majoritatea întreprinderilor industriale au fost influențate direct și în unanimitate de CCP, care la rândul său a fost influențat de costul mediu ponderat al creditelor.

– capitalul propriu (CP) a influențat negativ asupra evoluției PRN pe toată perioada analizată. Efectul cumulat total al influenței CP este negativ și destul de semnificativ ca valoare -6565 mii lei. Dacă e să analizăm efectual cumulat pe întreprinderi, atunci din 160 de întreprinderi-ani, în doar 43 de cazuri a fost înregistrat un efect pozitiv, iar în restul 117 cazuri, efectul a fost negativ. Concluzia de bază a rezultatului obținut este următoarea: la întreprinderile autohtone pe parcursul perioadei analizate a avut loc o creștere a activelor, care în esență nu au generat o rentabilitate adecvată capitalului propriu investit de către acționari în întreprindere. Autorul consideră că acest efect poate fi diminuat prin optimizarea mărimii capitalului propriu.

În urma analizei impactului factorilor asupra evoluției PRN la întreprinderile industriale autohtone, autorul a formulat următoarele recomandări în vederea gestiunii proceselor de crearea a valorii:

1. Cauza principală a distrugerii de valoare la întreprinderile autohtone o constituie rentabilitatea redusă a capitalului propriu, care este sub nivelul rentabilității solicitate pentru capitalul investit de către acționari. Pentru depășirea acestei situații, autorul insistă asupra următoarelor măsuri:

– de a antrena în procesul de producție toate activele întreprinderii, iar activele neutilizate de a fi vândute, iar în cazul imposibilității de a fi vândute, de a fi excluse din patrimoniul întreprinderii prin reflectarea la conturile extrabilanțiere;

– a asigura un randament înalt al activelor întreprinderii;

– a optimiza costurile și cheltuielile în vederea obținerii unui profit suficient pentru acoperirea costului capitalului solicitat de către acționari.

2. Pentru a genera o creștere de valoare este necesar de a asigura un ritm de creștere al profitului net, care ar devansa creșterea capitalului propriu – condiție necesară remunerării capitalului propriu al întreprinderii. În caz contrar, profitul înregistrat nu va permite de a acoperi costul capitalului propriu și va influența negativ indicatorul PRN;

3. Un demers eficient ar constitui precăutarea posibilității privind înlocuirea capitalului propriu, care este mai scump, cu capital atras, fie cu plată, fie gratis, costul căruia va fi evident mai mic decât costul capitalului propriu. Acest fapt ne demonstrează efectul benefic pe care l-a avut evoluția datoriilor totale la întreprinderile analizate. În acest context, autorul recomandă o structurare optimă a capitalului întreprinderii.

Modelele PRO și PRN au fost testate și adaptate de autor în cadrul întreprinderilor industriale autohtone „Incomlac" SA., „Moldagrotehnica" SA., „Beermaster" SA., „Constructorul" SA., „Magistrala" S.A., „Barza Albă" S.A., „Moldelectromontaj-Nord" S.A., „Rusnac-Moldaqua" S.R.L., Institutul de cercetări științifice „RIF-ACVAAPARAT" S.A. În cadrul întreprinderilor susmenționate, modelul a permis de a identifica situațiile de criză și au argumentat necesitatea intervenției în vederea gestiunii acestora.

Totodată, este important de a menționa că modelul PRN nu este compatibil cu microîntreprinderile și întreprinderile care sunt la etapa de lansare a activității.

La grupa indicatorilor rezultatelor activității bazați pe valoarea de piață se referă *indicatorii rentabilității acționare totale* (RAT) și rentabilității totale a business-ului (RTB). Indicatorul RTB constituie forma adaptată a indicatorului RAT, aplicată la companiile închise (companii, acțiunile cărora nu se vând pe piață).

RAT exprimă feed-back-ul total pe care-l primește acționarul întreprinderii pe toată perioada posedării acțiunilor, dacă el reinvestește toate dividendele primite în acțiuni noi ale întreprinderii.

Indicatorul dat poate servi drept un estimator de lungă durată a efectelor primite de investitor pe parcursul perioadei posedării acțiunilor, și ca un indicator al rezultatelor activității pentru perioada curentă.

Efectul economic rezultat pe parcursul perioadei de posedare a acțiunilor, poate fi exprimat ca:

$$RAT = q_n \cdot p_n - q_0 \cdot p_0, \tag{2.15}$$

unde q – cantitatea acțiunilor care se află în posesia acționarului, p – prețul de piață al acțiunii, I=1,...n – perioada de posedare a pachetului de acțiuni.

Deoarece cantitatea totală a acțiunilor, ce se află într-un pachet la sfârșitul perioadei, poate fi exprimată prin suma cantității acțiunilor la începutul perioadei (q_0) și sporul cantității acțiunilor pentru perioada de posedare (Δq_n), atunci formula (2.15) poate fi transcrisă astfel:

$$RAT = [q_0 \cdot (p_n - p_0)] + [\Delta q_n \cdot p_n]. \quad (2.16)$$

Expresia inclusă în prima paranteză pătrată prezintă sporul capitalului (capital gain), primit la pachetul inițial de acțiuni, iar a doua paranteză pătrată – efectul de la reinvestirea dividendelor primite în sporul cantității de acțiuni în pachet. Important în calculul indicatorului TSR este determinarea sporului cantității acțiunilor care se află în pachet pentru perioada de posedare a acțiunilor (Δq_n).

Luând în considerare că la calculul indicatorului TSR se utilizează ipoteza precum că dividendele repartizate sunt reinvestite de către acționari pe calea achiziționării noilor acțiuni ale companiei la prețul fixat de piață, sporul cantității acțiunilor în pachet la sfârșitul primului an de posedare poate fi determinat astfel:

$$\Delta q_1 = q_0 \cdot \frac{d_{ps_1}}{p_1}, \quad (2.17)$$

unde Δq_1 - sporul cantității acțiunilor în primul an de posesie, q_0 - cantitatea inițială de acțiuni în pachet, d_{ps_1} – dividende la o acțiune, repartizate în primul an, p_1 - prețul de piață al acțiunilor la sfârșitul primului an.

Pentru efectuarea unei analize a eficienței activității întreprinderilor autohtone pe parcursul perioadei analizate, vom calcula evoluția valorii nominale a unei acțiuni, activelor nete la o acțiune, prețului pentru o acțiune la BVM și capitalizarea medie a întreprinderilor autohtone, care este prezentată în tabelul 2.16.

Tabelul 2.16. Evaluarea generalizată a rezultatelor eficienței unei acțiuni la întreprinderile industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Nr.	Rezultatul evaluării	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Abaterea perioadei
1.	**Valoarea medie nominală a 1 acțiuni, lei**	19	19	19	19	19	19	0
2.	**Active nete medii la o acțiune , unități**	161	166	150	149	183	213	52
3.	**Prețul mediu ponderat al 1 acțiuni la BVM, lei**	35	36	37	60	64	50	15
4.	**Capitalizarea medie întreprinderilor, mii lei**	46843	46411	54127	57830	51799	53955	7112
5.	**Indicatorul RAT**		-432	7716	3703	-6031	2156	7112

Sursa: elaborat de autor în baza rezultatelor estimărilor proprii din anexele 37, 38

Menționăm, că din 32 de întreprinderi industriale cercetate, doar 17 întreprinderi au înregistrat tranzacții cu acțiuni la BVM, vezi anexa 37.

În urma evaluării generalizate a acțiunilor întreprinderilor cotate la BVM am stabilit următoarele:

– valoarea medie nominală a 1 acțiuni pe perioadă analizată nu a suferit modificări;

– activele nete medii ce revin la o acțiune au crescut constant, creșterea de-a lungul perioadei analizate fiind de 52 lei la o acțiune, fapt care ne certifică creșterea patrimoniului acționarilor;

– prețul mediu ponderat al unei acțiuni a evoluat constant până în anul 2016, iar în 2017 s-a diminuat ușor față de 2016, abaterea în decursul perioadei analizate a constituit 15 lei pentru o acțiune.

– capitalizarea medie de piață a întreprinderilor a înregistrat un trend similar prețului pentru o acțiune.

Trebuie să remarcăm că în cadrul perioadei analizate, s-a stabilit că ritmul de creștere a activelor nete la o acțiune a devansat ritmul de creștere a prețului unei acțiuni.

Pentru cazul nostru este cert că unicul factor cu impact asupra indicatorului RAT a fost prețul mediu al unei acțiuni. Însă, pentru estimarea cauzelor modificării valorii întreprinderii în baza indicatorului RAT în cazul unui investitor concret, care operează schimbări în cantitatea acțiunilor deținute, pentru stabilirea influenței factorilor asupra indicatorului RAT, recomandăm utilizarea următorului model factorial, redat în figura 2.26:

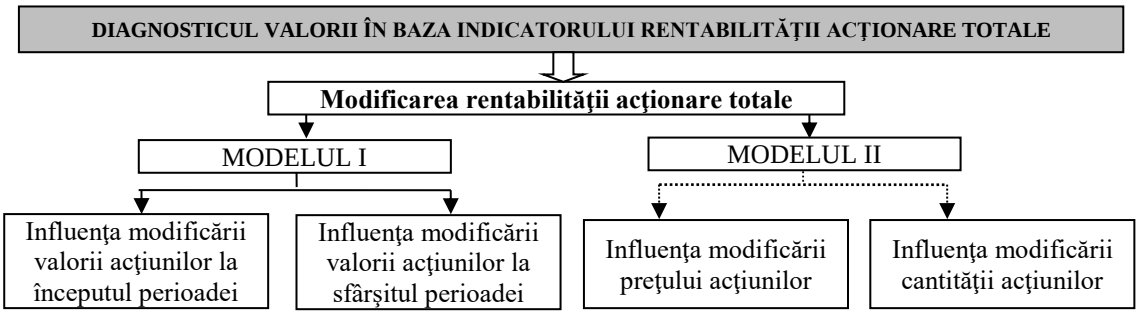


Figura 2.26. Modelul factorial de diagnostic al valorii întreprinderii în baza indicatorului RAT

Sursa: elaborată de autor

Menționăm, aplicarea acestei metode este posibilă numai pentru întreprinderile constituie sub forma organizatorico-juridică de societate pe acțiuni, acțiunile cărora sunt cotate la BVM. Însă, în opinia autorului relevanța ei poate fi redusă din cauza caracterului speculativ al unor tranzacții bursiere, de aceea aplicarea ei în practică va fi condiționată de analiza minuțioasă a tranzacțiilor bursiere, expertiza și discreția analistului financiar.

2.3. Modelul econometric de estimare a valorii întreprinderilor autohtone

În practica gestiunii corporative a Republicii Moldova determinarea valorii întreprinderilor prezintă cea mai dificilă sarcină. Estimarea valorii de piață a întreprinderii în baza prețului de piață a acțiunilor sau este imposibilă, deoarece acțiunile multor întreprinderi nu sunt cotate la BVM, sau este subiectivă, în legătură cu caracterul speculativ al tranzacțiilor cu acțiuni, cu volumul lor și frecvența redusă.

Acest fapt nu permite proprietarilor reali și potențiali de a evalua nivelul de gestiune a valorii întreprinderii în baza metodei de analiză a valorii de piață răspândite și accesibile în occident, respectiv nu permite de a estima prematur eventualele situații de criză și pierderi de valoare.

În condițiile economiei Republicii Moldova, când este imposibil de a gestiona valoarea de piață a întreprinderii, considerăm importantă elaborarea unui sistem de evaluare a eficienței gestiunii corporative, care ar include un indicator bazat pe evaluarea întreprinderii, corelat în baza activelor, pasivelor și rezultatelor financiare ale întreprinderii. De aceea, autorul consideră important de a elabora o metodă de evaluare a eficienței gestiunii valorii întreprinderii în baza datelor despre valoarea de piață și indicatorii financiari ai valorii întreprinderilor, acțiunile cărora se cotează la BVM, ca apoi să elaborăm recomandări pentru aplicarea în practică a metodei în scopul evaluării eficienței gestiunii corporative a întreprinderilor obișnuite.

Modelul preconizat se va baza pe cercetarea dependenței între indicatorii fundamentali ai valorii și capitalizarea de piață a întreprinderilor industriale.

Legătura dintre valoarea fundamentală a capitalului propriu, estimată în baza modelului analitic corespunzător și capitalizarea de piață este unul dintre criteriile importante, după care putem reflecta despre calitatea modelului analitic utilizat. E clar, că corespunderea criteriului dat poate servi drept argument important în luarea deciziilor despre alegerea de către întreprindere a modelului fundamental de evaluare a capitalului propriu, utilizat în cadrul concepției gestiunii valorii întreprinderii [129, p. 44-52].

Întreprinderea activează pe piață în două ipostaze. În primul rând, întreprinderea activează pe piața reală, unde are loc activitatea ei de producție. Această activitate e legată de crearea diferitor fluxuri financiare, care se reflectă în indicatorii agregați ai rapoartelor contabile (bilanțuri) pentru perioadele precedente și în previziunile de perspectivă pentru perioadele viitoare (proforme). În al doilea rând, însăși întreprinderea este obiectul vânzării-cumpărării, ceea ce deja are loc pe piața financiară, unde se efectuează distribuirea drepturilor de proprietate și a controlului. Prima ipostază oferă diferite modele ale valorii fundamentale a întreprinderii. A

doua – ale valorii de piață a întreprinderii (se are în vedere piața hârtiilor de valoare, sau într-un mod generalizat, piața controlului drepturilor de proprietate) sau capitalizării ei.

În atenția cercetării noastre se află modelul PRN, în corespundere cu care valoarea fundamentală a capitalului propriu al întreprinderii se determină ca suma valorii de bilanț a capitalului propriu și a fluxurilor actualizate ale profiturilor nete reziduale. Reiterăm că, profitul rezidual net este profitul net al perioadei de gestiune minus cheltuielile alternative cu capitalul.

Cercetarea pieței Republicii Moldova, efectuată de autor a fost construită în baza unui model asemănător și a avut drept scop de a verifica ipoteza dacă mărimea valorii de bilanț a capitalului propriu și profitului rezidual net, ca componente ale modelului PRN, pot explica mărimea valorii de piață a acțiunilor întreprinderilor cotate la bursă. Astfel, verificarea ipotezei date a fost efectuată cu ajutorul metodelor analizei regresionale față de întreprinderile industriale autohtone, acțiunile cărora sunt cotate la BVM.

Estimarea rezultatelor în modelele examinate se bazează pe tehnica regresiei liniare, ceea ce pune în fața cercetătorilor diverse probleme econometrice de verificare a corectitudinii rezultatului, legate de așa proprietăți ca: heteroscedasticitatea, autocorelarea, multicolinearitatea. Problema estimării se complică în urma lipsei firești a datelor statistice referitoare la piața de capital a Republicii Moldova. Însă gradul destul de înalt al variației determinate de rezultat, în combinare cu importanța tuturor coeficienților (ceea ce practic exclude posibilitatea multicolinearității) poate explica prețurile la acțiuni pe pieţele în curs de dezvoltare.

Formularea modelelor. Pentru efectuarea analizei regresionale a dependenței între valoarea fundamentală și de piață a capitalului propriu al întreprinderilor, vom utiliza două modele: unifactorial și bifactorial. Partea dreaptă a ecuațiilor de regresie prezintă valoarea fundamentală, iar cea stângă – de piață. Menționăm, că după ce modelele vor fi construite și econometric testate, putem să le extrapolăm la o clasă de obiecte mai largă [129, p. 44-52].

Modelul unifactorial leagă nemijlocit mărimile de mai sus în următorul mod:

$$Cap_i = \alpha_i + \beta_i \times V_i + \varepsilon_i, \qquad (2.18)$$

unde Cap_i – capitalizarea de piață la momentul evaluării; V_i – valoarea fundamentală a capitalului propriu la momentul evaluării; α_i, β_i – parametri ai ecuației de regresie, ε_i – variabilă aleatoare.

Remarcăm faptul că capitalizarea de piață se determină ca produsul prețului de piață mediu ponderat al acțiunilor cu cantitatea acțiunilor emise. În același timp, valoarea fundamentală a capitalului propriu se determină ca suma valorii de bilanț a capitalului propriu (CP^{VB}) și anuitatea profitului rezidual net *(PRN)* al perioadei curente. Evident, în cazul vom utiliza ipoteza că PRN

al întreprinderii va fi fix în perioadele ulterioare. Respectiv, mărimea V_i cu rezervele făcute, poate fi calculată după formula:

$$V_i = CP_{i0}^{VB} + \frac{PRN_i}{CCP}, \quad (2.19)$$

unde CP_{i0}^{VB} - valoarea de bilanț a capitalului propriu la începutul perioadei, la sfârșitul căreia are loc evaluarea; PRN_i – profitul rezidual net pentru perioada în care are loc evaluarea; CCP – rentabilitatea solicitată a capitalului.

Spre deosebire de modelul unifactorial, modelul bifactorial permite de a lua în considerare în ecuația regresiei impactul de ansamblu al fiecăruia din elementele ce formează valoarea fundamentală:

$$Cap_i = \alpha_i + \beta_{1i} \times CP_{i0}^{VB} + \beta_{2i} \times \frac{PRN_i}{CCP} + \varepsilon_i, \quad (2.20)$$

Mai întâi vom testa modelul unifactorial, apoi cel bifactorial.

Alegerea datelor și analiza primară. În eșantionul, în baza căruia se petrece cercetarea, sunt incluse datele întreprinderilor emitente, acțiunile cărora se cotează și se comercializează la BVM. Cu toate acestea, în scopurile păstrării cererii privind omogenitatea datelor din cadrul eșantionului au fost excluse acțiunile intermediarilor financiari. Astfel, mărimea finală a eșantionului a fost limitată la 17 întreprinderi industriale autohtone, lista cărora este prezentată în anexa 39. Datele necesare pentru cercetare au fost luate din rapoartele financiare ale întreprinderilor pentru anii 2012-2017.

În calitate de date privind valoarea de piață a acțiunilor au fost considerate valorile medii ale cursurilor acțiunilor simple, prezentate pe site-ul BVM [76], ponderate cu volumul operațiunilor.

Trebuie să menționăm, că pentru perioada anilor 2012-2017, în cadrul estimării modelelor unifactorial și bifactorial în baza datelor financiare ale întreprinderilor din eșantionul selectat, autorul, cu suportul programului Eviews 8.0 a obținut următoarele ecuații de regresie:

– *modelul unifactorial* (anexa 15):

$$Cap_i = 41400{,}89 + 0{,}3597 \times V_i, \quad (2.21)$$

– *modelul bifactorial* (anexa 16):

$$Cap_i = 2805{,}51 + 0{,}4267 \times CP_{i0}^{VB} + 0{,}1801 \times \frac{PRN_i}{0{,}15} \quad (2.22)$$

Însă, în rezultatul testării modelelor estimate, autorul a stabilit o legătură slabă dintre variabila dependentă de variabilele independente, fapt exprimat prin coeficientul de determinare R^2, care pentru modelul unifactorial (2.21) a constituit 0,30 (anexa 15) și pentru modelul

bifactorial (2.22) a constituit 0,51 (anexa 16). Respectiv, ecuația de regresie (2.21) explică cu 30% variația capitalizării de piață cu ajutorul mărimilor valorii fundamentale a capitalului propriu, iar ecuația de regresie (2.22) explică cu 51% variația capitalizării de piață cu ajutorul mărimilor valorii de bilanț a capitalului propriu și profiturile reziduale nete actualizate.

Ținând cont de reprezentativitatea redusă a modelelor de regresie estimate pentru perioada de 5 ani (anii 2012-2017), autorul a decis de a reduce perioada analizei regresionale la ultimii 2 ani, adică pentru anii 2016-2017. În opinia autorului, în condițiile subdezvoltării pieței de capital din Republica Moldova, pe parcursul unei perioade lungi de 5 ani, asupra capitalizării de piață a întreprinderilor autohtone puteau influența mai mulți factori legați de macro-mediul de activitate al întreprinderilor (criza anului 2014, reducerea bruscă a ratelor dobânzilor pe piață, creșterea bruscă a cursul de schimb etc.), care nu pot fi identificați cu precizie, dar care indirect au avut un impact asupra evoluției variabilelor endogene și exogene ale modelului econometric.

Însă, luând în considerare stabilizarea condițiilor de activitate a întreprinderilor în anii 2016-2017, autorul consideră că reducând perioada de analiză la doi ani, vom obține o legătură mai strânsă între variabilele exogene și endogene ale ecuației de regresie.

Caracteristica generală a eșantionului întreprinderilor industriale cercetate este prezentată în tabelul ce urmează:

Tabelul 2.17. Caracteristica generală a eșantionului întreprinderilor cercetate

Denumirea indicatorului	Media	Mediana	Devierea standard
Capitalizarea de piață, mii lei	66 851,19	35 401,50	105 916,20
Valoarea de bilanț a capitalului propriu, mii lei	243 615,40	136 351,50	233 113,50
Profitul net, mii lei	22 514,44	11 106,50	29 694,59

Sursa: estimate de autor cu programul Eviews în baza datelor rapoartelor financiare

O problemă importantă în analiza modelului de evaluare este problema alegerii mărimii adecvate a rentabilității capitalului propriu (CCP). Această decizie are un impact nemijlocit asupra mărimii profitului rezidual și, respectiv, asupra valorii fundamentale a capitalului propriu.

În scopurile analizei ulterioare presupunem, că rentabilitatea solicitată a capitalului propriu este similară pentru toate întreprinderile care sunt incluse în eșantion, și constituie 15%. Argumentarea acestei presupuneri este în funcție de rata rentabilității medii solicitate a capitalului propriu pe anii 2016-2017 (anexa 35), rata inflației, rata dobânzii la creditele bancare și alți factori care sunt în afara cercetării date.

Rezultatele calculelor indicatorilor sintetici ai modelelor cercetate cu utilizarea ratei de bază a rentabilității în mărime de 15% sunt prezentate în tabelul 2.18.

Rezultatele cercetării. Ecuația regresiei, estimată în rezultatul evaluării parametrilor *modelului unifactorial* cu suportul programului Eviews 8.0 (anexa 17), arată în felul următor:

$$Cap_i = 9734{,}463 + 0{,}5080 \times V_i, \quad (2.23)$$

Tabelul 2.18. Rezultatele estimării indicatorilor sintetici ai modelului (CCP=20%), mii lei

Denumirea indicatorului	Media	Mediana	Devierea standard
Valoarea fundamentală a capitalului propriu la momentul evaluării *(V)*	112 433,60	43 985,00	183 189,60
Valoarea de bilanț a capitalului propriu la începutul anului după rezultatele căruia se efectuează evaluarea *(CP^{VB})*	243 615,40	136 351,50	233 113,50
Anuitatea profitului rezidual net *(PRN/CCP)*	-131 182,10	-120 673,00	148 273,90

Sursa: estimate de autor cu programul Eviews în baza datelor rapoartelor financiare

În continuare trebuie să răspundem la două întrebări principiale: în primul rând, cât de bine ecuația (2.23) explică dependența între parametrii aleși; în al doilea rând, care sunt proprietățile coeficienților estimați ai regresiei și cât de veridice sunt rezultatele primite.

Răspunsul la prima întrebare îl dă coeficientul determinării R^2, care explică care parte a dispersiei variabilei dependente este determinată de ecuația regresiei. Evident, dacă $R^2=1$, atunci legătura între variabile nu este stohastică (probabilistică), ci funcțională (determinată), adică ecuația regresiei explică deplin dependența unei variabile de alta. Dacă $R^2=0$, putem afirma despre lipsa legăturii între variabilele dependentă și independentă, incluse în ecuația regresiei. În cazul nostru coeficientul R^2 constituie *0,7719***.** Însemnă că ecuația de regresie estimată explică cu 77,19% variația capitalizării de piață cu ajutorul mărimilor valorii fundamentale a capitalului propriu, calculată după metoda profitului rezidual net.

Răspunsul la întrebarea a doua, se va da cu ajutorul formulării ipotezei nulității și petrecerii testelor *t*- și *F*. Mai întâi vom formula ipoteza nulității și cea alternativă.

$$H_0: \beta=0; H_1: \beta\neq 0 \quad (2.24)$$

Formulările date ale ipotezelor însemnă următoarele: dacă ipoteza nulității (H_0) este veridică, atunci mărimea capitalizării de piață nu depinde de valoarea fundamentală a capitalului, primită după metoda profitului rezidual net. Ipoteza alternativă constă în faptul că dependența expusă mai sus există.

Pentru verificarea ipotezelor formulate vom calcula mărimea *t*-statisticii și o vom compara cu *t*-critic. Eroarea standard a coeficientului *b* constituie 0,0738, prin urmare mărimea *t*-statisticii la ipoteza nulității acceptată în ipoteză constituie:

$$t = \frac{b-\beta_0}{b} = \frac{0{,}5080-0}{0{,}0738} = 6{,}8848 \quad (2.25)$$

La 5% al nivelului de semnificație și 14 grade de libertate mărimea *t*-statisticii atinge 2,14. Respectiv, remarcăm că inegalitatea $-t_{crit} < t < t_{crit}$, nu se îndeplinește. Prin urmare, ipoteza nulității se respinge și trebuie acceptată ipoteza alternativă. Aceast fapt denotă că mărimea

valorii de piață a acțiunilor este într-adevăr explicată de valoarea fundamentală, estimată în baza modelului profitului rezidual net. Menționăm că în cazul dat nu vom efectua controlul după criteriul *F,* deoarece în cazul analizei regresionale unifactoriale criteriile *t*- și *F*- sunt echivalente.

Putem estima o legătură mult mai strânsă în cazul *modelului bifactorial*. Rezultatul estimării efectuate cu suportul programului Eviews 8.0 (anexa 18) este următoarea ecuație de regresie:

$$Cap_i = -2385{,}33 + 0{,}5125 \times CP_{i0}^{VB} + 0{,}2603 \times \frac{PRN_i}{0{,}15} \qquad (2.26)$$

Analiza econometrică ulterioară a ecuației regresiei primite s-a efectuat similar cazului modelului unifactorial cu luarea în considerare a particularităților analizei multifactoriale.

În primul rând, vom da răspuns la întrebarea, cu cât dependența estimată explică variabila dependentă. Calculul coeficientului determinării R^2 a demonstrat o valoare înaltă – **0,8966,** care certifică că valoarea de piață a acțiunilor pe piața moldovenească în proporție de 89% este explicată de indicatorii contabili: valoarea de bilanț a capitalului propriu și mărimea profitului rezidual net.

În al doilea rând, vom efectua analiza coeficienților regresiei la obiectul încrederii. Pentru aceasta au fost formulate ipotezele nulității despre egalitatea coeficienților regresiei cu zero:

$H_0^1: \beta_1=0; H_1^1: \beta_1 \neq 0;$ (2.27)

$H_0^2: \beta_2=0; H_1^2: \beta_2 \neq 0.$

Rezultatele controlului sunt expuse în tabelul 2.19. Ele univoc arată că ipotezele nulității trebuie respinse, și, prin urmare, mărimile estimate ale coeficienților regresiei sunt veridice.

Tabelul 2.19. Rezultatele verificării ipotezelor modelului bifactorial (CCP=15%), mii, lei

Denumirea indicatorului	**Coeficienții regresiei**	
	b_1	b_2
Eroarea standard	0,0516	0,0811
t-statistica	9,9349	3,2099
t-critic (nivelul de semnificație 5%)	2,14	2,14
Concluzie privind ipoteza nulității după rezultatele testului t	Se respinge	Se respinge
Intervalul de încredere (nivelul de semnificație 5%) limita de jos limita de sus	 0,4021 0,6229	 0,0867 0,4339
F – statistica	56,3371	
F- critic (nivelul de semnificație 5%)	3,34	
Concluzie privind ipoteza nulității după rezultatele testului F	Se respinge	

Sursa: estimate de autor cu programul Eviews în baza datelor rapoartelor financiare, anexa 18.

Din rezultatele prezentate mai sus, concluzionăm că coeficienții b_1 *și* b_2 sunt semnificativi, prin urmare valoarea de bilanț a capitalului propriu și profiturile reziduale actualizate au impact asupra valorii de piață a întreprinderii.

Rezultatele examinate mai sus se referă la cazul când rata cheltuielilor cu capitalul propriu este stabilită la nivelul de 15%. În legătură cu aceasta apare întrebarea: are un impact esențial mărimea rentabilității solicitate a capitalului propriu asupra rezultatelor analizei?

Rezultatele analizei statistice efectuate pentru diferite rate ale rentabilității solicitate sunt prezentate în anexa 19 și sintetizate în următorul tabel 2.20.

Tabelul 2.20. Rezultatele analizei modelului bifactorial la diferite rate ale rentabilității solicitate a capitalului propriu

Indicatorii	Ratele alternative ale rentabilității solicitate asupra capitalului propriu (CCP)				
	5	**10**	**15**	**20**	**25**
Coeficienții ecuației regresiei					
Coeficientul a	-23854,38	-23854,35	-23854,33	-23854,35	-23854,36
Coeficientul b_1	0,5125	0,5125	0,5125	0,5125	0,5125
Coeficientul b_2	0,0868	0,1736	0,2603	0,3471	0,4339
Coeficientul de determinare					
Coeficientul R^2	0,8966	0,8966	0,8966	0,8966	0,8966
Coeficientul R^2 ajustat	0,8806	0,8806	0,8806	0,8806	0,8806
Erorile standard					
Coeficientul b_1	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516	0,0516
Coeficientul b_2	0,0270	0,5407	0,0811	0,1081	0,1352
Testul t (nivelul de semnificație 5%)					
t-critic	2,14	2,14	2,14	2,14	2,14
t-statistica (b_1)	9,9349	9,9349	9,9349	9,9349	9,9349
t-statistica (b_2)	3,2099	3,2099	3,2099	3,2099	3,2099
Intervale de încredere					
Coeficientul b_1					
limita de jos	0,4021	0,4021	0,4021	0,4021	0,4021
limita de sus	0,6229	0,6229	0,6229	0,6229	0,6229
Coeficientul b_2					
limita de jos	0,0290	-0,9835	0,0867	0,1158	0,1446,
limita de sus	0,1446	1,3307	0,4339	0,5784	0,7232
Testul F (nivelul de semnificație 5%)					
F-critic	3,34	3,34	3,34	3,34	3,34
F-statistica	56,34	56,34	56,34	56,34	56,34
Concluzie privind ipoteza nulității	Respins	Respins	Respins	Respins	Respins

Sursa: estimate de autor cu programul Eviews în baza datelor rapoartelor financiare, anexa 19

Rezultatele prezentate în tabelul 2.20 ne permit să facem următoarea concluzie generală: mărimea rentabilității solicitate nu este un indicator relevant, care permite de judeca despre legătura între capitalizarea de piață și indicatorii contabili ai valorii de bilanț a capitalului propriu și profitul rezidual net. Concluzia efectuată se bazează mai întâi de toate pe faptul că la schimbarea ratei cheltuielilor cu capitalul propriu:

– variabila liberă α rămâne neschimbată (-23 854,3);

– mărimile coeficientului b_1 rămân neschimbate la modificarea CCP, iar mărimea coeficientului b_2 se reduce odată cu reducerea ratei cheltuielilor cu capitalul propriu, dar în același timp coeficienții determinării ecuației de regresie rămân constanți (R^2=0,8966, R^2ajustat=0,8806);

– concluziile după rezultatele testelor *t*- și *F*- sunt univoce și determină încrederea în coeficienții regresiei.

Coeficienții regresiei estimate pot fi interpretați în următorul mod:

- *în primul rând*, deoarece $b_1=0,5125$, concluzionăm că fiecare leu suplimentar al valorii de bilanț a capitalului propriu, sporește capitalizarea întreprinderii cu 0,51 lei;

- *în al doilea rând*, în baza coeficientului b_2=0,2603 și ratei cheltuielilor cu capitalul acceptată în prezenta cercetare CCP=15%, concluzionăm că fiecare leu suplimentar al profitului rezidual sporește (0,2603/0,15=1,735) cu 0,74 lei capitalizarea de piață a întreprinderii. În cazul semnificației coeficientului b_2, considerăm veridică și afirmarea inversă: fiecare leu al pierderilor reziduale determină reducerea capitalizării în limitele mărimii date. Menționăm, că în perioada analizată, majoritatea întreprinderilor industriale au înregistrat un profit rezidual negativ.

Analizând rezultatele modelului econometric estimat, stabilim că valoarea de bilanț a capitalului propriu are un impact mai mare asupra capitalizării de piață a întreprinderilor industriale autohtone decât profitul rezidual net. În opinia autorului, acest fapt explică existența pe piața Republicii Moldova a primei de piață[6] negative pentru întreprinderile cotate la BVM. În acest context, considerăm importat de a remarca că majorarea indicatorului profitului rezidual duce la o creștere sustenabilă a eficienței activității de bază a întreprinderii. Menționăm că acest rezultat poate fi atins prin utilizarea modelelor de gestiune elaborate, fără atragerea resurselor de capital suplimentare.

În urma analizei calitative a rezultatelor cercetării vom menționa trei concluzii principale:

1. Variabila liberă α în cercetarea efectuată nu are un sens economic determinat, dar ne vorbește despre existența altor factori cu impact asupra capitalizării de piață a întreprinderii care nu au fost incluși în model;

2. Capitalul propriu este considerat la valoarea de bilanț, care ne vorbește despre nivelul eficienței istorice al investițiilor în capitalul întreprinderii;

3. Profitul rezidual net actualizat ne vorbește despre perspectivele dezvoltării întreprinderii. El ne caracterizează eficiența utilizării capitalului întreprinderii în viitor.

În același timp, luând în considerare limitarea firească a datelor statistice privind piața de capital a Republicii Moldova, situația financiară dificilă a întreprinderilor autohtone, concluzionăm că modelul profitului rezidual nu poate explica în întregime capitalizarea de piață. Însă, modelul estimat explică pe deplin legătura dintre politica financiară a întreprinderii și capitalizarea de piață, și poate constitui un instrument aplicativ în scopurile evaluării

[6] Prima de piață constituie diferența dintre capitalizarea de piață a întreprinderii și valoarea de bilanț a capitalului propriu.

întreprinderii pentru un investitor potențial. De asemenea rezultatele primite pot fi extrapolate și asupra întreprinderilor acțiunile cărora nu sunt cotate la bursă (societăți pe acțiuni de tip închis, societăți cu răspundere limitată etc.).

Rolul principal al modelului estimat de autor, este de a constitui drept instrument de monitorizare continuă a evoluției valorii întreprinderii și de a depista prematur situațiile de criză în cadrul unităților economice ale economiei naționale.

2.4. Concluzii la capitolul 2

În cadrul capitolului dat, autorul și-a propus realizarea următoarelor *obiective*:

– Cercetarea mecanismelor de diagnosticare a situației de criză și a particularităților gestiunii crizei în baza principiilor valorii în funcție de etapa ciclului de viață a întreprinderii;

– Identificarea modelelor de gestiune a valorii întreprinderii și cercetarea particularităților aplicării în practica corporativă autohtonă.

În urma realizării obiectivelor trasate, am obținut următoarele *rezultate*:

1. În capitolul dat, autorul a extins și a fundamentat sarcinile necesare de rezolvat în cadrul nivelelor unu și doi al sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, fundamentat în capitolul 1, și anume: sistemul de monitorizare al valorii și sistemul de pilotaj al valorii.

Pentru dezvoltarea primului nivel, *nivelul de monitorizare al valorii*, autorul propune atingerea a două obiective de bază, în funcție de care se vor delimita două subnivele: diagnosticul-expres a declanșării crizei și stabilizarea financiară în dependență de etapa ciclului de viață.

2. În viziunea autorului, soluționarea problemei mecanismului de *diagnosticare a situației de criză*, poate fi realizată pe două căi, care se bazează pe: metodele de evaluare a întreprinderii și criteriul profitului economic.

În cadrul utilizării metodelor de evaluare a întreprinderii, demersul autorului este fundamentat pe faptul că valoarea fundamentală curentă a întreprinderii reprezintă etapa inițială și, în același timp, punctul de control în gestiunea crizei. Respectiv, în funcției de evoluția valorii fundamentale a întreprinderii, putem semnaliza incipient și prematur despre viitoarea intrare a întreprinderii în criză, și în acest context, propunem delimitarea a patru stări a situației financiare a întreprinderii: creștere, declin, simptome de înrăutățire – perspective de dezvoltare pe termen scurt, simptome de îmbunătățire – perspective de dezvoltare pe termen lung.

În cadrul utilizării criteriului profitului economic, demersul autorului este fundamentat pe faptul că distrugerea valorii întreprinderii este determinată de mărimea critică a indicatorilor

financiari cheie ai întreprinderii, examinați în cadrul modelelor de gestiune a valorii întreprinderii. În acest context, autorul propune mecanismul de stabilire a punctului critic al distrugerii valorii întreprinderii, bazat pe ipoteza profitului economic egal cu zero.

3. În procesul *stabilizării financiare a întreprinderii*, propunem de a examina întreprinderea la diferite etape ale ciclului de viață în baza a trei dimensiuni financiare: lichiditatea, riscul și valoarea. În opinia autorului, dimensiunile selectate reflectă într-un mod sintetic calitatea capitalului întreprinderii și, fiind analizate în ansamblu, sunt indispensabile pentru înțelegerea caracteristicilor funcționării capitalului și identificarea modificărilor în calitatea capitalului întreprinderii. Astfel, autorul stabilește o serie de indicatori care trebuie monitorizați în dependență de etapa ciclului de viață a întreprinderii.

4. Pentru soluționarea sarcinilor operaționale concrete ale nivelului doi, *nivelul de pilotaj al valorii*, al sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, în funcție de existența a două modele de analiză a activității întreprinderii, autorul propune de a distinge două subnivele: *gestiunea operativă a valorii și gestiunea strategică a valorii*.

Modelul de gestiune operativă a valorii, poate fi utilizat în gestiunea primară a valorii întreprinderii sau în cazul unor afaceri mici, și se bazează pe analiza contabilă tradițională a activității întreprinderii. În cadrul gestiunii operative a valorii întreprinderii, autorul propune utilizarea modelului creșterii sustenabile, în cadrul căruia este integrat modelul Du Pont, și matricei de poziționare financiară a întreprinderii. Modelul creșterii sustenabile, permite urmărirea întregii activități a întreprinderii și pliază sistemul decizional al întreprinderii pe două dimensiuni principale: politica operațională și politica de finanțare.

În urma aplicării modelului de gestiune operativă a valorii asupra întreprinderilor industriale din Republica Moldova, și generalizând rezultatele obținute în cadrul matricei de poziționare financiară „RCS-g", constatăm o înrăutățire a situației financiare a întreprinderilor, și anume: în anul 2013 majoritatea întreprinderilor industriale înregistrau o creștere intensivă, dar se confruntau cu problema deficitului de resurse, iar în anul 2017 majoritatea întreprinderilor înregistrează o creștere lentă sau chiar declin în activitate, pe fonul unui excedent de resurse.

5. *Modelul de gestiune strategică a valorii* este bazat pe modelul financiar de analiză a activității întreprinderii și corespunde unui anumit nivel conceptual de dezvoltare a întreprinderii. În cadrul gestiunii strategice a valorii întreprinderii, autorul propune utilizarea indicatorilor eficienței strategice a întreprinderii, adică: indicatorii profitului rezidual și indicatorii randamentului de piață a întreprinderii.

În urma aplicării practice a modelului de gestiune strategică a valorii, putem menționa următoarele: la majoritatea societăților pe acțiuni problema distrugerii de valoare constă în faptul

că: a) întreprinderile nu-și acoperă cheltuielile cu capitalul din contul profitului operațional; b) creșterea activelor nete, care nu generează o rentabilitate adecvată capitalului. Concluzionăm că *problema distrugerii de valoare la întreprinderile industriale autohtone este lipsa unei structuri optime a capitalului*.

6. Aplicând *modelul econometric de estimare a valorii* întreprinderilor autohtone, elaborat de autor, am stabilit existența unei legături între valoarea fundamentală a capitalului propriu și profitului rezidual net actualizat cu capitalizarea de piață a societăților pe acțiuni. În baza coeficienților de regresie estimați putem concluziona că fiecare leu suplimentar al valorii de bilanț a capitalului propriu sporește capitalizarea întreprinderii cu 0,51 lei, iar fiecare leu suplimentar al profitului rezidual sporește cu 0,74 lei capitalizarea de piață a întreprinderii.

7. Rezultatele practice ale cercetării efectuate, ne-au permis stabilirea următoarelor direcții în vederea gestiunii proceselor de crearea a valorii în cadrul întreprinderilor industriale autohtone:

– majorarea rentabilității capitalului propriu prin: antrenarea în procesul de producție a tuturor activelor întreprinderii, iar activele neutilizate de a fi vândute, asigurarea unui randament înalt al activelor întreprinderii, reducerea costurilor în vederea obținerii unui profit suficient pentru acoperirea costului capitalului solicitat de către acționari. De exemplu: Beermaster S.A., Fabrica de brânzeturi din Soroca S.A., Fabrica de unt din Florești S.A., Floarea-Soarelui S.A., Incomlac S.A., Moldovahidromaș S.A., Sudzucker Moldova S.A., Supraten S.A., Vinăria Bardar S.A., Viorica-Cosmetic S.A.;

– asigurarea unui ritm de creștere al profitului net care ar devansa creșterea capitalului propriu, în caz contrar, profitul înregistrat nu va permite de a acoperi costul capitalului propriu. De exemplu: Beermaster S.A., Fabrica de vinuri Slobozia Mare S.A., Imperial Vin S.A., Ionel S.A., Magistrala S.A., Mezon S.A., Moldovahidromaș S.A., Pielart S.A., Taxi Service S.A., Tricon S.A.;

– înlocuirea capitalului propriu, care este mai scump, cu capital atras, fie cu plată, fie gratis, costul căruia va fi evident mai mic decât costul capitalului propriu. În acest context recomandăm o structurare optimă a capitalului întreprinderii. De exemplu: Floarea-Soarelui S.A., Incomlac S.A., Glass Container Company S.A., Sudzucker Moldova S.A., Tutun-CTC S.A.

Rezultatele obținute ne permit să constatăm următoarele elemente de *noutate științifică*:

1. A fost propus mecanismul de stabilire a punctul critic de apariție a crizelor în cadrul întreprinderii și a fost aprobată metodologia de diagnosticare a situației de criză în baza a două criterii: metodele de evaluare a întreprinderii și profitul economic;

2. Au fost argumentați vectorii decizionali în gestiunea crizelor la diferite etape ale ciclului de viață a întreprinderii, care vor putea fi utilizați în calitate de instrument managerial de către conducătorii întreprinderilor autohtone;

3. A fost propus modelul de gestiune operativă și modelul de gestiune strategică a valorii întreprinderii, în cadrul cărora a fost argumentată utilizarea indicatorilor rezultatelor activității întreprinderii în funcție de etapa ciclului de viață;

4. A fost elaborat și testat modelul econometric de estimare a valorii întreprinderilor autohtone, în baza căruia a fost stabilită legătura între capitalizarea de piață a întreprinderilor autohtone și indicatorii situației financiare a întreprinderii;

3. PERFECȚIONAREA MECANISMULUI FINANCIAR DE GESTIUNE A VALORII ÎN ÎNTREPRINDERILE DIN REPUBLICA MOLDOVA

3.1. Probleme și restricții în evaluarea și gestiunea anticriză a valorii întreprinderilor din Republica Moldova

Procesul de gestionare a întreprinderii urmărește atingerea unui obiectiv fundamental – maximizarea valorii sale. Evoluțiile economice din ultimii ani au demonstrat că valoarea unei întreprinderi corelează cu existența unui mediu financiar intern sănătos în cadrul întreprinderii. Prin urmare, căutarea celor mai eficiente metode de organizare a activității financiare, constituie o chemare serioasă pentru mediul de business autohton.

Criza economică globală, fragilitatea valorii întreprinderii în contextul economic actual, precum și diversificarea continuă a surselor de formare a valorii, a servit drept temei pentru cercetarea rezervelor interne de creare a valorii, și anume a celor financiare, detașate de mediul macroeconomic în care activează întreprinderea. În continuare ne propunem să analizăm din punct de vedere metodologic mecanismul de diagnosticare financiară a situației de criză.

Cauza problemelor pentru majoritatea întreprinderilor nu este criza în sine, dar deciziile de gestiune inadecvate luate anterior, posibil cu mulți ani înaintea crizei.

Practica țărilor dezvoltate demonstrează că valoarea are un șir de proprietăți unice, care o fac drept cel mai bun criteriu de luare a deciziilor de gestiune în situație de criză, iar într-un sens mai larg – cel mai bun criteriu de evaluare a succesului gestiunii întreprinderii în general. La o utilizare corectă, criteriul valorii permite de a adopta decizii eficiente, care vor îmbunătăți situația economică a întreprinderii pe termen lung.

Considerăm că evenimentele din ultimul timp au accentuat actualitatea demersului bazat pe valoare în gestiunea întreprinderilor. Cei care l-au asimilat destul de bine, actualmente dețin avantaje importante. În particular, în perioada crizei s-au orientat mai bine în mediu de business, deoarece s-au condus nu numai de informația furnizată de piață, dar și de rezultatele analizei proprii și modelării valorii întreprinderii.

Evenimentele crizei financiare internaționale au demonstrat că prețul de piață pentru întreprinderile cotate la Bursa de valori și prețul tranzacției pentru întreprinderile private nu poate servi drept reper pentru luarea deciziilor de gestiune în situație de criză. Cu toate acestea, capacitatea limitată a pieței de a determina valoarea internă a întreprinderii nu pune la îndoială actualitatea demersului bazat pe valoare. Dimpotrivă, orientarea spre valoarea internă pentru

proprietarii existenți în condițiile prețurilor disproporționate constituie un demers argumentat de gestiune a întreprinderii în condiții de criză.

Sintetizând sursele bibliografice din domeniu [90, 98, 153, 179], autorul a identificat esența gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză caracterizată prin următoarele:

1. Indicatorul principal al situației întreprinderii în condiții de criză este valoarea internă pentru proprietarul existent. Este foarte important de a stabili valoarea întreprinderii, indiferent de reacția și comportamentul pieții și investitorilor. Pe măsura evoluției crizei putem reevalua întreprinderea, pentru a constata dinamica și a analiza cauzele care au generat modificări în valoare.

2. În condiții de criză, utilizarea conceptelor aferente gestiunii valorii întreprinderii permite de a lua decizii care nu sunt evidente. Spre exemplu, în condiții normale pierderea cotei de piață poate fi examinată drept o înfrângere, iar în condiții de criză, reducerea conștientă a activității poate duce la o creștere a valorii.

3. Schimbările esențiale în mediul extern ne impun să acordăm factorilor valorii o importanță deosebită. Se va determina registrul factorilor valorii și impactul fiecărui factor asupra valorii întreprinderii, după care focusarea atenției asupra celor mai importanți.

4. Modelarea posibilelor schimbări ai factorilor valorii ne permite de a evalua riscurile și a verifica marja de siguranță a întreprinderii.

5. Dacă compania rezistă testul de siguranță, putem afirma că posibilitățile ei strategice permit nu numai de a trece criza, dar și a face un salt odată cu finalizarea crizei. E necesar de a previziona evoluția factorilor valorii pe parcursul dezvoltării crizei.

În gestiunea întreprinderii moderne, activitatea de evaluare constituie un element important, deseori obligatoriu în evidența operațiunilor contabile, financiare și realizarea juridică a tranzacțiilor patrimoniale. Conform art. 1 al Legii nr. 989 din 18.04.2002 cu privire la activitatea de evaluare, prin activitatea de evaluare subînțelegem activitatea desfășurată de întreprinderile de evaluare, care constă în estimarea valorii de piață sau a altei valori a obiectului evaluării. Din perspectivele prezentei cercetări, adică gestiunea valorii întreprinderilor, menționăm că în conformitate art. 3 pp. c) și d) ale Legii 989/2002, în calitate de obiecte a evaluării pot servi întreprinderile, atât în calitate de complexe patrimoniale, cât în calitate de afacere (business).

În problema stabilirii valorii întreprinderilor în calitate de complexe patrimoniale, specialiștii autohtoni au acumulat o experiență bogată, dar oarecum unilaterală, deoarece nu erau luate în considerare perspectivele de dezvoltare ale întreprinderii, capacitatea acestora de a genera venituri.

În Republica Moldova problema evaluării întreprinderilor a apărut odată cu începerea procesului de privatizare. Dar, specificul țării noastre, spre deosebire de țările Europei de vest, s-a manifestat în determinarea prețului de vânzare al întreprinderilor industriale, proprietate a statului, prin utilizarea valorilor bilanțului contabil în calitate de preț de piață a activelor înstrăinate. În rezultat proprietatea statului, care dispunea de un potențial economic enorm, a fost vândută foarte ieftin, iar pe de altă parte multe obiecte nesemnificative nu puteau fi vândute timp îndelungat, deoarece valorile de bilanț erau mai mari decât prețurile de piață.

Pe măsura consolidării relațiilor de piață, situațiile în care era necesară utilizarea metodelor de evaluare a întreprinderii au început să apară mai des. Aceasta s-a datorat, în primul rând, creșterii vertiginoase a pieții imobiliare, care a catalizat cererea pentru stabilirea valorii de piață a bunurilor imobile și complexelor patrimoniale ale întreprinderilor. 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 insolvabilitate și multe alte situații, au format necesitatea în evaluarea veridică și obiectivă a unor sau altor obiecte ale proprietății întreprinderilor autohtone. O astfel de evaluare în raport cu întreprinderea, de regulă, nu necesită o analiză aprofundată a afacerii, proceselor întreprinderilor evaluate și cercetarea multilaterală a riscurilor aferente.

Unul din primele documente, în care au fost examinate 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, conțin 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. Astfel, prin Legea nr. 847 din 03.01.1992 privind societățile pe acțiuni, funcțiile de evaluare ale societăților pe acțiuni și/sau a hârtiilor de valoare ale societăților pe acțiuni sunt atribuie consiliului directorilor și doar în cazuri aparte evaluatorului independent, care este echivalat cu auditorul.

În vederea determinării valorii întreprinderii ca afacere (business), specialiștii autohtoni nu dispun nici de experiență și nici de instrumentar metodologic de realizare în practică. Evaluarea întreprinderii ca afacere se evidențiază printre celelalte tipuri de activități de evaluare prin complexitatea și varietatea obiectelor de evaluare, multitudinea de metode utilizate în petrecerea

evaluării. În ultimii ani, în țările dezvoltate, evaluarea întreprinderii ca afacere, nu este utilizată numai în scopul stabilirii valorii afacerii, dar joacă un rol esențial în argumentarea deciziilor de gestiune și constituie un instrument eficient de gestiune a întreprinderii.

Studiind evoluția activității de evaluare în Republica Moldova, autorul a dedus câteva etape prin care a trecut gestiunea întreprinderilor în baza principiilor valorii, iar în cadrul fiecăreia au fost utilizate în diferită măsură instrumentele financiare de creare a valorii. În legătură cu aceasta, argumentarea etapelor de dezvoltare a gestiunii întreprinderilor de pe pozițiile valorii prezintă un interes deosebit.

Pentru argumentarea etapelor, autorul a pornit de la evoluția gestiunii proprietății întreprinderilor din Republica Moldova, care a evoluat de la schimbarea structurii de proprietate și funcțiilor proprietarilor, relațiilor dintre proprietari și manageri până la formarea piețelor obiectelor de proprietate respective. În ceea ce privește activitatea de evaluare, la fiecare etapă am constatat schimbarea priorităților obiectelor de evaluare. Folosind drept criteriu metodele de gestiune a proprietății, autorul distinge cinci etape de dezvoltare a gestiunii întreprinderilor din Republica Moldova în baza principiilor valorii, care sunt reflectate în anexa 20.

În condițiile Republicii Moldova utilizarea valorii întreprinderilor atât în calitate de componentă a deciziilor de gestiune, cât și în scopurile prevenirii crizei și gestiunii întreprinderii în situație de criză, este însoțită de o serie de probleme cu caracter metodologic și aplicativ.

Către problemele cu caracter metodologic și aplicativ, pot fi atribuite interpretările neunivoce ale conceptelor-cheie de întreprindere și afacere, respectiv evaluare a întreprinderii și evaluare a afacerii.

Determinarea noțiunilor de întreprindere și afacere nu este stabilită în actele normative autohtone, dar luând în considerare prevederile Legii nr. 989/2002, putem concluziona că acestea sunt obiecte diferite în cadrul procesului de evaluare. Noțiunea de afacere în literatura de specialitate este definită ca o activitate legală cu scopul obținerii de profit. Însă în practica normativă autohtonă nu există o identificare clară a noțiunii de afacere. În utilizarea contextuală a terminului de afacere, legislația autohtonă nu atribuie afacerea în calitate de obiect al unor tranzacții. Însă în practica normativă autohtonă, termenului de afacere îi este echivalată noțiunea de activitatea de antreprenoriat. Astfel conform Legii nr. 845 din 03.01.1992 cu privire la antreprenoriat și întreprinderi, antreprenoriatul este definit ca „activitatea de fabricare a producției, executare a lucrărilor și prestare a serviciilor, desfășurată de cetățeni și de asociațiile acestora în mod independent, din proprie inițiativă, în numele lor, pe riscul propriu și sub răspunderea lor patrimonială cu scopul de a-și asigura o sursă permanentă de venituri”.

Destul de des, în rapoartele de evaluare în calitate de obiect al evaluării figurează noțiunea de afacere, care în context nu se definește. Noțiunile de evaluare a întreprinderii și evaluare a afacerii nu sunt definite nici în Legea nr. 989/2002, și nici în documentele normative ulterioare. Lipsa unei definiții în documentele normative autohtone introduce anumite ambiguități, pe de o parte, identificând noțiunea de întreprindere (în particular, dacă se ia în considerare determinarea acesteia în Codul civil) cu cea de afacere, iar pe de altă parte, în esență, corespunde practicii mondiale, când sub evaluarea afacerii se subînțelege determinarea valorii pachetului de acțiuni, cotelor părți în capitalul întreprinderilor, precum și complexelor patrimoniale.

Cu regret, neconcordanța, atât în domeniul aparatului conceptual, cât și procedural, ce se referă la întrebările legate de evaluarea întreprinderilor este o trăsătura caracteristică actelor normative autohtone. Autorul consideră, că 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 peste hotare dispun de diferențe esențiale;
- metodele utilizate în evaluarea întreprinderilor mici, care sunt utilizate cu succes în străinătate, sunt utilizate pentru evaluarea întreprinderilor moldovenești mijlocii și mari fără o adaptare adecvată.

Drept urmare a cauzelor enumerate, cercetarea efectuată de noi denotă calitatea joasă a lucrărilor de evaluare a întreprinderilor autohtone, respectiv, imposibilitatea utilizării evaluării în gestiunea valorii întreprinderii și depistării premature a situațiilor de criză. Rezolvarea problemelor enumerate, creșterea calității lucrărilor practice de evaluare a întreprinderii și dezvoltarea ulterioară a activității de evaluare este posibilă prin realizarea următoarelor condiții:

1. *Coordonarea terminologiei actelor legislative și normative*, legate de aspectele determinării valorii. Mai întâi de toate, este necesară standardizarea în actele normative a sensurilor ambigue ale noțiunii de 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 efectuării evaluării întreprinderilor în documentele normative. E necesară o determinare unilaterală a situațiilor juridice, când este aplicat unul sau alt tip de

valoare, delimitarea clară a sferelor de activitate ale evaluatorilor și reprezentanților altor profesii;

2. *Asigurarea informațională a evaluării afacerii* necesită o reglementare normativă. În acest context, nu se propune crearea noilor cerințe față de participanții profesioniști la piața serviciilor de evaluare sau introducerea unor noi forme de raportare, dar în primul rând, de o funcționare reală a sistemului de diseminare a informației de către societățile pe acțiuni. Rezolvarea acestei întrebări va permite nu numai de a spori 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 probleme trebuie să se ocupe asociațiile profesionale ale evaluatorilor, iar organele de stat, luând în considerație experiența acumulată, trebuie să introducă corectări în standardele existente și să reglementeze activitatea de evaluare în general. Încercarea de a 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 afacerii în Republica Moldova, legat de cauzele, condițiile și obiectele evaluării. Problemele 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 afacerii.

Examinarea problemelor privind reglementarea normativă a evaluării întreprinderii separat de problemele reglementării bazei metodologice a activității de evaluare este destul de complicată, dar o serie de probleme specifice, caracteristice anume acestui tip de activitate, ne vor permite de a depista unele procese, care sunt destul de importante nu numai pentru dezvoltarea activității de evaluare, dar și pentru gestiunea valorii întreprinderii în general.

În baza legislației autohtone, evaluatorul este obligat să utilizeze cele trei metode de evaluare, în caz contrar trebuie să argumenteze refuzul de la utilizarea unei sau altei metode. În condițiile existenței informației depline și veridice, toate trei metode trebuie sa dea rezultate similare după mărimea lor.

În cadrul prezentei cercetări, autorul a estimat valoarea întreprinderilor analizate în baza celor trei abordări, rezultatele sunt prezentate în anexa 40. În urma analizei generalizate a rezultatelor eșantionului întreprinderilor analizate, conchidem că valorile obținute sunt diferite în dependență de metoda utilizată. Astfel, cea mai mare valoare medie a întreprinderilor din Republica Moldova este obținută prin abordarea pe bază de cheltuieli, și anume 154 962 mii lei,

locul doi o deține abordarea pe bază de venituri cu valoarea medie de 67 331 mii lei, iar locul trei o deține abordarea pieței de capital cu valoarea medie de 47 176 mii lei.

În opinia autorului, discrepanța semnificativă a rezultatelor obținute în baza celor trei abordări, caracterizează într-un mod evident specificul pieței de evaluare a întreprinderilor din Republica Moldova, care poate fi redat prin următoarele afirmații:

– întreprinderile autohtone sunt împovărate cu active impunătoare care nu sunt utilizate în procesul de producție. Spre exemplu: Floarea Soarelui S.A. (2 445 600 mii lei), Carmez S.A. (249 782 mii lei), Franzeluța S.A. (374 508 mii lei), Glass Container Company S.A. (509 455 mii lei), Incomlac S.A. (639 552 mii lei);

– activele întreprinderilor autohtone sunt reflectate în bilanțul contabil la costuri supraevaluate, iar complexele patrimoniale și utilajele sunt învechite moral și necesită o reevaluare și o reflectare la prețuri actualizate în bilanțul întreprinderii. Spre exemplu: Constructorul S.A. (78 118 mii lei), Cariera Cobușca S.A. (72 649 mii lei), Tutun-CTC S.A. (390 438 mii lei), Topaz S.A. (133 598 mii lei), Taxi Service S.A. (102 975 mii lei);

– activele întreprinderilor autohtone nu generează o rentabilitate minimă necesară remunerării investitorilor. Dar, constatăm și excepții, spre exemplu: Vinăria-Bardar S.A. (abordarea pe bază de venituri, 213 932 mii lei > abordarea pe bază de active, 99 744 mii lei), Supraten S.A. (abordarea pe bază de venituri, 413 392 mii lei > abordarea pe bază de active, 207 687 mii lei);

– rentabilitatea acțiunilor întreprinderilor autohtone pe piața de capital este destul de redusă, respectiv înregistrăm o capitalizare de piață inferioară în comparație cu abordările patrimoniale, vezi anexa 39. Astfel, în baza rezultatelor analizei redate în anexa 38, constatăm că la majoritatea întreprinderilor autohtone, prețul de piață al unei acțiuni este inferior activelor nete la o acțiune. Dar, în cadrul eșantionului cercetat sunt și excepții, respectiv avem întreprinderi în cadrul cărora proprietarii obțin un randament înalt pe piața de capital. Spre exemplu: Viorica-Cosmetic S.A. (prețul unei acțiuni, 11,51 lei > active nete la o acțiune, 10 lei).

Deoarece rezultatele obținute sunt diferite, iar uneori contradictorii, autorul a optat pentru analiza comparativă a rezultatelor evaluării întreprinderilor în condițiile Republicii Moldova.

În baza rezultatelor cercetării, autorul a conchis că nici una din metode nu poate fi utilizată în calitate de metodă de bază. Respectiv, pentru eliminarea divergențelor apărute în urma utilizării metodelor de evaluare și determinarea mărimii finale a valorii întreprinderii, autorul insistă asupra analizei avantajelor și neajunsurilor metodelor utilizate, iar în dependență de calitatea informației primite sau deținute, fiecărei metode i se va atribui un coeficient de ponderare, care va generaliza rezultatul evaluării în mărimea finală a valorii.

În cadrul estimărilor empirice realizate în baza întreprinderilor industriale din Republica Moldova, autorul a stabilit că metodele de evaluare existente reflectă natura noțiunii de valoare, aspectul obiectiv și subiectiv în măsurarea ei, atât din partea mediului extern (piața), cât și din partea mediului intern (proprietari, investitori, clienți), dar utilizarea lor în practica gestiunii valorii întreprinderii în condițiile autohtone, este însoțită de o serie de probleme.

Metoda veniturilor reflectă cel mai precis valoarea întreprinderii ca afacere, adică ca un mecanism lucrativ, ce aduce profit. Această metodă reflectă principiul utilității și se bazează pe previziunea fluxurilor bănești din utilizarea activelor întreprinderii și convertirea acestora în valoare. Mecanismul gestionării valorii întreprinderii se bazează pe ipoteza că întreprinderea este capabilă să genereze fluxuri de numerar pe parcursul unei perioade de timp îndelungate. Respectiv utilizarea datelor previziunii pe termen lung creează premise pentru dubii referitor la precizia calculelor și argumentării ratelor de rentabilitate, fapt care se intensifică în condițiile situației de criză.

În condițiile autohtone, *metoda cheltuielilor* este cea mai accesibilă pentru evaluarea întreprinderilor. Acest fapt este condiționat în primul rând, de existența informației inițiale veridice și accesibile pentru efectuarea calculelor necesare (deoarece baza informațională principală utilizată în metoda cheltuielilor este bilanțul întreprinderii), precum și utilizarea într-o oarecare măsură a metodelor de evaluare a întreprinderii cunoscute în economia națională. Neajunsul principal al metodei cheltuielilor este faptul că nu ia în considerare posibilitățile viitoare ale întreprinderii în generarea profitului net. Dar, necătând la aceasta, estimarea valorii în baza metodei cheltuielilor ne oferă posibilitatea de a depista sursele de creare a valorii, însă exclude gestionarea lor.

Sursele de informare pentru utilizarea *metodei comparative* sunt destul de limitate. Piața autohtonă a controlului corporativ (faliment, fuziuni, acaparări) activează în afara piețelor bursiere organizate, iar volumul de redistribuire a acțiunilor în economia (industria) Moldovei, care se petrece în afara piețelor organizate, în principiu se evaluează dificil. Există estimări relativ veridice ale Comisiei Naționale a Pieței Financiare cu referință la raportul dintre circulația bursieră și extrabursieră a participanților profesioniști la piața valorilor mobiliare, care constituie circa 30% din volumul tranzacțiilor pe piața organizată.

Astfel, nici una din metodele existente nu este suficientă pentru stabilirea valorii întreprinderii în scopul gestiunii acesteia, și nu poate fi utilizată în calitate de metodă de bază. Metodele tradiționale stabilesc un rezultat static, care limitează monitorizarea ulterioară a valorii, și prin urmare, utilizarea lor în gestiunea operativă și strategică a valorii întreprinderii.

Cu toate acestea, considerăm că în condițiile Republicii Moldova utilizarea directă a metodelor clasice de evaluare a întreprinderilor în scopul luării deciziilor de gestiune este dificilă din cauza următoarelor aspecte obiective:

1. Subdezvoltarea pieței hârtiilor de valoare. La moment la Bursa de Valori a Moldovei se cotează acțiunile a circa 600 de întreprinderi, din care real participă la tranzacții bursiere acțiunile a circa 150 întreprinderi;

2. Acces limitat la informație. Aplicarea metodei comparative este dificilă din cauza lipsei unei baze de date adecvate pentru compararea tranzacțiilor cu întreprinderile similare;

3. Necesitatea introducerii unei multitudini de corectări și ajustări la rapoartelor financiare ale întreprinderilor autohtone, cauzate de lipsa transparenței activității întreprinderilor;

4. Incertitudinea aferentă planificării pe termen lung, în condițiile autohtone, creează dificultăți în aplicarea metodei bazate pe venituri în evaluare (de regulă activitatea de planificare în întreprinderile autohtone este realizate pe termen scurt);

5. Valoarea contabilă a activelor este subevaluată în comparație cu cea de piață. E necesară reevaluarea tuturor mijloacelor fixe și activelor nemateriale pentru a reflecta valoarea lor reală în rapoartele financiare;

6. Metodele tradiționale de evaluare prezintă un rezultat static în timp, care nu permite utilizarea lor pentru gestiunea operativă și strategică a valorii întreprinderii. Nici una din situațiile obligatorii pentru evaluare nu presupun posibilitatea monitorizării ulterioare.

Baza metodologică existentă de determinare a valorii în scopul gestiunii valorii întreprinderii conține un șir de neajunsuri precum:

- utilizarea unor resurse de forță de muncă enorme din cauza complexității înalte;
- dificultate în identificarea, evidența și evaluarea factorilor generatori de valoare;
- posibilități limitate de utilizare a metodelor existente în evaluarea anumitor tipuri de întreprinderi și cazuri speciale;
- complexitatea și probabilitatea înaltă a erorilor de previziune;
- existența problemei coordonării rezultatelor ș.a.

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 organizare 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;

inadvertența 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 abilităților profesionale 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 societății pe acțiuni de tip deschis, incapacitatea de a percepe și recunoaște importanța valorii investiționale și pentru companiile de tip închis, precum și lipsa „viziunii sau percepției valorii", ceea ce se exprimă prin neînțelegerea combinației și interacțiunii factorilor cu impact asupra valorii.

În sfârşit 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 identificarea profitului economic și valorii. Modele financiare, aplicate în acest scop pe o piață dezvoltată, în condițiile noastre se ajustează într-un mod special. Însă, considerăm 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 așa mod, pregătirea pentru implementarea concepției gestiunii valorii în condițiile Republicii Moldova depinde, mai întâi de toate, de pregătirea climatului intern al întreprinderii, dar nu de mediul extern. Indiferent de tipul de organizare al întreprinderii, implementarea principiilor și instrumentelor de gestiune a valorii asigură întreprinderii avantaje serioase, și anume:

- analiză strategică detaliată și alegerea strategiei de piață a întregii structuri și a subdiviziunilor în parte;
- prevenirea crizelor și redresarea financiară operativă a întreprinderilor;
- 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 conceptului gestiunii în baza valorii crește eficiența, se reduc cheltuielile, se măresc indicatorii de gestiune în comparație cu eșantionul companiilor care nu utilizează aceste aspecte. Conceptul nou creează posibilități pentru echilibrarea 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 mediul de afaceri autohton sub aspectul „piața slabă a capitalului – imposibilitatea aplicării". Lipsa stilului de gândire, bazat pe profitul economic și valoarea investițională 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 cu 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.

Cu toate acestea, conceptul gestiunii valorii întreprinderii are un șir de neajunsuri. Astfel, autorul A. Mertens [157, p. 37] evidențiază următoarele momente slabe ale teoriei susmenționate:

În primul rând, valoarea obiectivă a întreprinderii se determină foarte dificil, deoarece sunt folosite date previzionate privind fluxurile de venituri, actualizate după o rată de actualizare estimată.

În al doilea rând, valoarea de piață a acțiunilor reflectă precis valoarea capitalului acționar numai în condițiile unei piețe financiare eficiente și perfecte.

În al treilea rând, mecanismele care leagă bunăstarea managerului cu valoarea de piață a companiei, nu sunt totdeauna eficiente. Managerii pot manipula informația, care duce la creșterea valorii de piață a acțiunilor, în interesele lor personale.

În al patrulea rând, proprietarul nu este totdeauna interesat în creșterea valorii afacerii ce-i aparține. Astfel, interesele unor acționari pot fi limitate doar de consumul curent, ci nu de

creșterea valorii în perspectivă îndelungată. Mai mult decât atât, în lupta pentru putere, pentru majorarea cotei sale, proprietarul poate lua decizii care aduc prejudiciu companiei.

În al cincilea rând, deciziile care duc la creșterea valorii întreprinderii, nu întotdeauna sunt social eficiente. Dorind majorarea profitului, întreprinderile pot pleda pentru instaurarea unei puteri monopoliste pe piață, reducerea plăților de impozite, ceea ce nu corespunde intereselor societății.

Cu toate acestea, alți critici evidențiază imposibilitatea unui indicator integrat al valorii de a reflecta multilateralitatea organizației și strategiilor ei [114, 147, 157]. Acești autori susțin concepția gestiunii și evaluării întreprinderilor în baza sistemului balansat al indicatorilor (BSC – Balanced ScoreCard), care ia în considerare așa factori nefinanciari ca cota de piață, calitatea producției ș.a.

În același timp, nu numai Mertens, dar și alți savanți din occident, recunosc faptul că valoarea întreprinderii este un criteriu mult mai obiectiv decât celelalte criterii de evaluare a eficienței gestiunii întreprinderii (îndeosebi strategice), precum și într-o măsură mai mare ia în considerare interesele părților interesate.

Pe marginea neajunsurilor reflectate, autorul menționează următoarele căi de soluționare a problemelor:

1. Pentru scopurile gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză este necesară aplicarea unei metode complexe de evaluare, care ar lua în considerare multitudinea factorilor valorii în procesul calculelor și ar combina avantajele fiecăreia din metodele clasice de evaluare. După părerea noastră, combinarea metodei activelor nete (care determină valoarea de piață a întreprinderii ca complex patrimonial) cu metodele bazate pe profitul economic, vor permite de primi o estimare a valorii, care într-o mare măsură ar considera toți factorii de creare a valorii: mărimea activelor nete, profitabilitatea (capitalului propriu, investițiilor, activelor totale), riscurile potențiale și influența pieței valorilor mobiliare. Analiza comparativă a rezultatelor primite cu ajutorul diferitor metode de evaluare, va permite de a argumenta adoptarea deciziilor strategice, în funcție de determinarea direcțiilor de investire, alegerea posibilităților de folosire a patrimoniului (vindere, lichidare, reorganizare), precum și a deciziilor operative legate de motivarea personalului și măsurile de majorare a profitului.

2. În scopurile gestiunii e necesar de a utiliza estimarea valorii întreprinderii, determinată în baza informației din interior, care este mai deplină și respectiv eficientă.

3. Utilizarea rapoartelor financiare, elaborate în baza standardelor internaționale, confirmate de un auditor independent, trebuie să reducă posibilitatea de manipulare a informației. Condiționarea remunerării managementului în baza indicatorilor de lungă durată

suspendă riscul de adoptare a deciziilor ce maximizează rezultatele pe termen scurt în detrimentul celor de lungă durată.

4. Creșterea veniturilor reale ale populației, care pentru ultimii ani constituie 30%, a cauzat un interes către investițiile pe termen lung. În așa mod, tot mai mulți proprietari se orientează spre un rezultat de lungă durată.

5. Reglementarea anti-monopol, perfecționarea legislației corporative și sistemului de implementare a actelor normative trebuie să soluționeze a cincea problemă, care e caracteristică tuturor sistemelor de evaluarea a eficienței activității companiei.

Trecerea la stilul de gândire orientat spre gestiunea valorii, prezintă o chemare serioasă mediului de afaceri moldovenesc. Întreprinderile moldovenești care vor accepta această chemare printre primele și vor începe să dezvolte modelele corespunzătoare, vor primi avantaje concurențiale deosebite în viitor.

3.2. Argumentarea direcțiilor politicii de finanțare în redresarea valorii întreprinderilor autohtone

În urma cercetărilor efectuate în prezenta teză, autorul a stabilit că, în condițiile actuale ale Republicii Moldova, în rândul managerilor întreprinderilor autohtone este vitală problema determinării unui așa parametru strategic al întreprinderii, precum structura capitalului.

Dezvoltarea întreprinderilor depinde într-o mare măsură de raportul optim între mijloacele proprii și cele atrase. Pe de o parte, ponderea redusă a mijloacelor împrumutate, denotă utilizarea insuficientă a unei surse de finanțare mult mai ieftine decât capitalul propriu. Respectiv, întreprinderea nu-și valorifică întreg potențialul, obținând un rezultat mai mic decât potențialul de care dispune. Pe de altă parte, utilizarea în exces a mijloacelor împrumutate, expune întreprinderea la riscul de neplată.

Reieșind din practica corporativă autohtonă, autorul a constatat că ponderea mare a mijloacelor împrumutate în pasivul întreprinderii, corelează deseori cu existența problemelor legate de finanțarea activității, respectiv constituie un indiciu evident de aflare a întreprinderii în prag de faliment. În așa mod, autorul a stabilit că gestionarea prudentă și rațională a structurii capitalului întreprinderii constituie un instrument managerial important și de utilitate maximă în condițiile dezvoltării mediului corporativ autohton, reieșind din următoarele considerente:

– *în primul rând,* structura capitalului este un instrument de creare a valorii întreprinderilor, deoarece în urma analizei minuțioase a structurii capitalului întreprinderilor autohtone, putem depista rezerve esențiale de maximizare a valorii acestora;

– *în al doilea rând*, structura capitalului este un instrument de dezvoltare strategică a întreprinderii, prin atragerea surselor de finanțare mai ieftine decât cele existente, și respectiv contribuie la utilizarea deplină a potențialului financiar al întreprinderii;

– *în al treilea rând*, structura capitalului este un instrument de redresare a întreprinderilor aflate în situație de criză.

În vederea argumentării necesității gestiunii structurii capitalului, autorul a studiat structura capitalului la întreprinderile industriale autohtone și evoluția acestuia pe parcursul perioadei 2012-2017. Rezultatele cercetării sunt expuse în anexa 41 la prezenta lucrare și în mod generalizat sunt redate în figura 3.1.

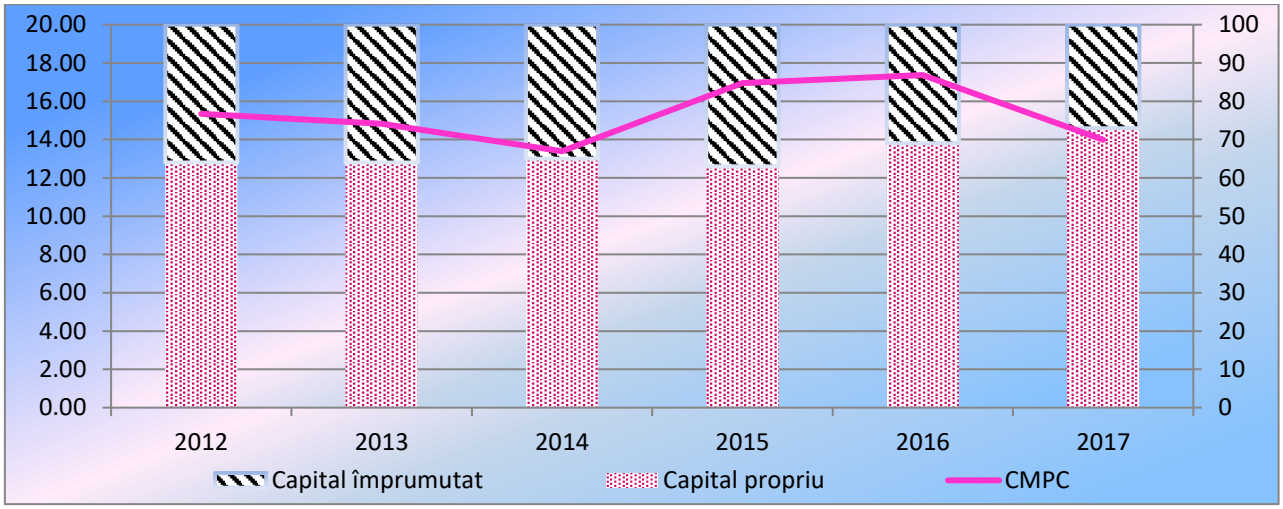


Figura 3.1. Structura capitalului întreprinderilor industriale autohtone pentru anii 2012-2017

Sursa: Estimările autorului în baza rapoartelor financiare ale întreprinderilor, anexa 41

Pentru o analiză relevantă, în figura 3.1, evoluția mărimii medii a structurii capitalului la întreprinderile analizate este realizată în corelare cu evoluția mărimii medii a CMPC pentru perioada 2012-2017.

Rezultatele analizei structurii capitalului la întreprinderile analizate ne demonstrează faptul că capitalul propriu este sursa dominantă de finanțare a activității întreprinderilor. La 95% din întreprinderile analizate, capitalul propriu depășește 50% din total pasiv al întreprinderii. În structura capitalului întreprinderilor analizate, mărimea medie a capitalului propriu pentru anul 2012 a constituit 64%, respectiv a datoriilor 36%, iar pentru anul 2017 – 73%, respectiv 27%. Rezultatele analizei confirmă tendința de creștere a ponderii capitalului propriu în structura capitalului întreprinderilor autohtone cu 9% de-a lungul perioadei analizate.

Însă un rezultat contradictoriu înregistrează evoluția valorii medii a CMPC, care de-a lungul perioadei analizate scade de la 15,34% în 2012 la 13,99% în anul 2017. De obicei, odată cu creșterea ponderii capitalului propriu în pasivul întreprinderii, are loc o creștere a CMPC.

Rezultatul contradictoriu este datorat specificului mediului macroeconomic din Republica Moldova, și se datorează diminuării semnificative în ultimii ani a ratelor medii la depozitele bancare și a ratei de bază a BNM.

Printre cauzele care au influențat modificările în structura de finanțare a întreprinderilor analizate putem menționa:`

− lipsa educației financiare în rândul reprezentanților mediului de afaceri autohton, care consideră că finanțarea întreprinderii din capitalul propriu al acționarilor este cea mai ieftină sursă de finanțare a activității, iar creditele bancare constituie cea mai scumpă sursă de finanțare;

− incapacitatea mediului bancar autohton de a finanța proiecte investiționale pe termen lung, adică mai mare de 3-5 ani, din cauza deficitului resurselor financiare pe termen lung;

− modificările semnificative în reglementările bancare la capitolul normelor prudențiale de acceptare a riscurilor de creditare, în ultimii ani au cauzat o discrepanță enormă între cerințele impuse de bănci față de mediul de afaceri autohton și capacitatea acestuia de a se conforma acestor cerințe;

− cerințe înalte impuse de către instituțiile financiare privind formele de asigurare a creditelor bancare;

− reducerea semnificativă a prețurilor la imobilele comerciale și locative pe piața imobiliară a Republicii Moldova. Bunurile imobile constituie o garanție sigură pentru bănci în vederea garantării rambursării creditelor bancare, iar odată cu reducerea prețului de piață al acestora s-au redus semnificativ și posibilitățile mediului de afaceri de contractare a creditelor;

− sistarea finanțării din anul 2015 de către organismele financiare internaționale prin intermediul sistemului bancar autohton a diverselor proiecte cu caracter investițional și inovațional;

− costurile înalte legate de contractarea împrumuturilor bancare (evaluarea gajului, autentificarea notarială a tranzacțiilor, perfectarea diferitor acte emise de organele de stat, obținerea extraselor din registrele de stat etc.);

− costuri înalte ale creditelor la organizațiile de micro-finanțare vis-a-vis de cerințele simplificate față de setul de acte solicitate.

Importanța strategică a deciziilor privind politica de finanțare e legată de faptul că cheltuielile înalte cu capitalul care apar atât la neutilizarea, cât și la utilizarea resurselor atrase, creează piedici în dezvoltarea întreprinderii. În primul rând, întreprinderea va trebui să-și urmeze curba ciclului ei de viață cu cerințe mult mai înalte față de rentabilitatea capitalului investit, să fie mult mai dură și circumspectă în alegerea investițiilor, deoarece nu toate ideile de afaceri atrăgătoare vor satisface cerințele sporite față de rentabilitatea capitalului. În al doilea rând, la

întreprinderi vor apărea restricții suplimentare față de posibilitățile investiționale, și respectiv nu vor fi destul de flexibile și competitive în lupta de concurență. Cheltuielile înalte cu capitalul vor deveni o frână, respectiv va lipsi o reacție eficientă și imediată la schimbarea tendințelor de dezvoltare a piețelor de desfacere. În al treilea rând, dacă raportul dintre capitalul propriu și cel împrumutat nu este optim, se înăsprește conflictul de interese dintre management și proprietari. Și în sfârșit, ponderea prea mare a capitalului împrumutat nu poate să nu rămână neobservată de către partenerii întreprinderii – clienți și furnizori, care intră în categoria persoanelor interesate în întreprindere (engl. stakeholders).

Determinând existența legăturii între structura capitalului și valoarea întreprinderii, comunitatea științifică încearcă de a determina aspectele de formare a structurii optime a capitalului – structură, la care valoarea companiei tinde spre maxim. Savanții englezi R. Brealy și S. Mayers au numit problema determinării structurii optime a capitalului una dintre cele mai importante probleme, care rămâne nerezolvată în știința financiară modernă [135].

În concepția autorului, este imposibil de a elabora un model unic și universal de creare a structurii optime a capitalului. Permanent trebuie să luăm în considerare tipul de activitate a întreprinderii, specificul afacerii, să analizăm fluxurile de numerar și să previzionăm posibilele scenarii de dezvoltare a întreprinderii. Prin urmare, în baza practicii autohtone, managerii financiari ai majorității întreprinderilor moldovenești sunt de părerea că problema optimizării structurii capitalului poartă un caracter individual, iar în condițiile dinamicii imprevizibile a mediului extern, foarte rar utilizează careva modele de gestiune a pasivelor întreprinderii.

Cel mai des, managementul preferă să se orienteze către sursele interne de finanțare, bazând-se pe principiile așa numitei *teorii a ierarhiilor*. În cadrul acestei teorii, modificarea structurii capitalului este dictată de lipsa mijloacelor proprii, care se manifestă, de regulă, în cadrul realizării unor proiecte de dezvoltare.

În cadrul teoriei finanțelor corporative, aspectele structurii optime ale capitalului sunt determinate de o multitudine de factori de micro și macro nivel (au fost analizați și prezentați în anexa 21), care într-un fel sau altul influențează deciziile managementului întreprinderii referitor la alegerea surselor de finanțare. Pentru o serie din acești factori, interdependența dintre structura capitalului și valoarea întreprinderii poate fi descrisă matematic. Astfel, deducem *modelele cantitative* de analiză a structurii capitalului. Însă, modelele cantitative oferă doar o evaluare aproximativă raportului dintre datorii și capital propriu. În situația reală, structura capitalului se formează sub influența multor factori, mulți dintre care este complicat de a-i analiza. Printre ei pot fi: atractivitatea diferită a surselor de finanțare pentru managementul companiei, asimetria informației, etapa ciclului de viață la care se află compania, necesitatea păstrării flexibilității

financiare și întrebările controlului acționarilor asupra întreprinderii, influența așa numitor persoane cointeresate. Toți acești factori sunt studiați în cadrul *modelelor calitative* de analiză a structurii capitalului.

Pentru determinarea structurii optime a capitalului întreprinderii, rezultatele metodelor cantitative trebuie suplinite cu o analiză calitativă detaliată. O clasificare a modelelor de evaluare este redată de către autor în figura 3.2.

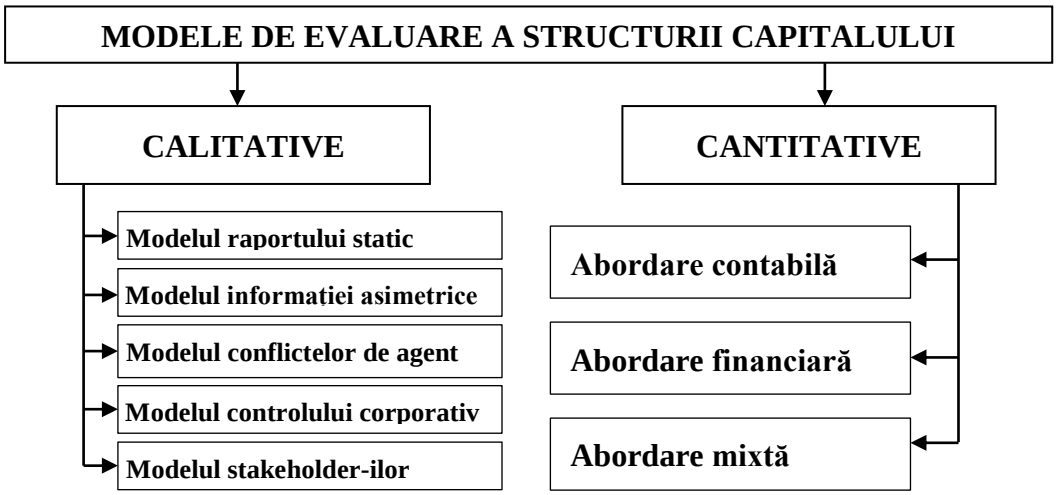


Figura 3.2. Modele de evaluare a structurii capitalului

Sursa: sintetizată de autor în baza surselor bibliografice [13, 112, 134, 147]

Una din metodele de evaluare cantitativă a structurii capitalului utilizată în practica corporativă autohtonă este *metoda profitului operațional*, îndreptată spre determinarea nivelului permis al datoriilor în structura capitalului. Metoda dată este bazată pe o abordare contabilă a structurii capitalului și este îndreptată spre depistarea probabilității falimentului întreprinderii în baza analizei volatilității profitului ei. Falimentul în cazul dat se examinează în formă simplă și poate fi descris ca incapacitatea întreprinderii de a efectua plățile curente a datoriilor, adică probabilitatea faptului că profitul nu va acoperi dobânzile și partea curentă a datoriei. Pentru fiecare nivel concret al pârghiei financiare (CI/CP) se analizează probabilitatea falimentului și se compară cu mărimea nivelului admisibil atribuit anterior. Dacă la nivelul dat al datoriilor probabilitatea falimentului este mai joasă decât limita introdusă, atunci finanțarea prin împrumut trebuie majorată, și invers, dacă probabilitatea falimentului este superioară nivelului stabilit, pârghia financiară urmează a fi redusă. În așa fel, mărimea optimă a datoriei este acea, la care probabilitatea de faliment este egală cu mărimea stabilită.

Metoda dată simplifică viziunea asupra problemei structurii capitalului, în primul rând prin caracterul divizării profitului viitor și în al doilea rând prin ipoteza dependenței de nivelul pârghiei financiare. Prima ipoteză stabilește posibilitatea deservirii datoriei, pe care

managementul intenționează să o crească și abordează mărimea maximă posibilă a datoriei. A doua ipoteză stabilește situațiile în care pârghia financiară înaltă va lucra împotriva întreprinderii, spre exemplu: clienții și furnizorii vor vedea creșterea riscurilor, vor înăspri condițiile contractuale, sau vor refuza să conlucreze cu întreprinderea, ceea ce va reduce cash-flow-urile. Reducerea cash-flow-urilor este un pas în direcția reducerii valorii întreprinderii, respectiv creșterea capitalului împrumutat devine, în esență, lipsită de sens din punct de vedere a soluționării sarcinii îndreptate spre majorarea bunăstării proprietarilor întreprinderii.

Cu toate acestea, metoda profitului operațional poate fi utilizată în practică în calitate de element a creării modelului optimizării structurii capitalului, precum și poate fi foarte utilă în evaluarea expres a structurii capitalului.

La prima vedere, metodele utilizate în practica autohtonă descrise anterior, par destul de primitive, dar necătând la acesta pot fi justificate prin teoria propusă de laureații premiului Nobel F. Modigliani și M. Miller în lucrarea ”The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” [119, p. 261-297], care se reduce la faptul că costul capitalului întreprinderii nu depinde de modul de finanțare. Cu alte cuvinte, nu are sens de a gestiona structura mijloacelor proprii și împrumutate. În versiunea sa clasică, această teorie este întra-adevăr veridică, dar cu existența unor condiții precum: lipsa impozitării și existența unei piețe de capital ideale. Modelul modificat, care ia în considerare factorul impozitării, presupune existența unei ponderi raționale a capitalului împrumutat, care ar aduce utilitate întreprinderii. Întrebarea de bază care apare este: care ar fi ponderea capitalului împrumutat în structura pasivului întreprinderii, pentru a asigura întreprinderii o valoare de piață maximă, în același timp minimizând cheltuielile cu pasivul întreprinderii?

Pentru a răspunde la întrebarea modificării eficientei activității întreprinderii în cazul utilizării mijloacelor atrase, vom utiliza indicatorul *efectului pârghiei financiare (EPF)*. În general, sub noțiunea de pârghie, se subînțelege factorul, corectarea căruia cauzează modificarea indicatorului rezultativ. În contextul științei managementului financiar, prin utilizarea pârghiei financiare se subînțeleg modificarea raportului dintre mijloacele proprii și atrase cu scopul de a influența profitul întreprinderii. Efectul pârghiei financiare reflectă nivelul profitului suplimentar asupra capitalului propriu la utilizarea diferitor ponderi ale capitalului împrumutat. Efectul pârghiei financiare se determină după formula:

$$EPF = (ROE - R_d) \times (1 - T) \times \frac{CI}{CP}, \quad (3.1)$$

unde ROE – rentabilitatea financiară, R_d – rata dobânzii la împrumuturi, T – rata impozitului pe profit.

Mărimea calculată a EPF arată cu cât se va mări rentabilitatea capitalului propriu la atragerea mijloacelor împrumutate, comparativ cu rentabilitatea existentă. Mărimea EPF e pozitivă în cazul când rentabilitatea financiară e mai mare ca rata dobânzii la mijloacele împrumutate. În celelalte cazuri, utilizarea pârghiei financiare va cauza pierderi. În așa mod, întreprinderea care atrage mijloace suplimentare are un potențial financiar de dezvoltare mai mare. Împrumuturile și creditele au un impact pozitiv asupra sporului rentabilității, însă până la un anumit moment. Atragerea ulterioară a mijloacelor împrumutate creează un risc financiar, și prin urmare amenințarea falimentului întreprinderii.

În practica financiară autohtonă, un interes sporit îl prezintă modelele calitative, care iau în considerare factorii și legăturile cauză-efect, elaborate în principal de teoreticienii din occident. O clasificare și o sistematizare a acestor modele o vom prezenta în continuare:

- Modelele raportului static, în care accentul este pus pe impactul cheltuielilor posibilului faliment și scutului fiscal asupra structurii capitalului.
- Modelele informației asimetrice, presupun că pe piață există asimetrii informaționale, iar managerii sunt operatorii cu acces la informațiile din interiorul întreprinderii.
- Modelele cheltuielilor de agent, reflectă impactul problemelor, legate de cheltuielile de agent asupra structurii capitalului. Probleme de agent pot apărea între manageri și proprietari din motivul utilizării profitului, acționari și deținătorii de obligațiuni privind atragerea capitalului suplimentar.
- Modelele controlului corporativ, presupun existența unei legături directe între prețul acțiunilor și eficiența gestiunii întreprinderii. Schimbarea structurii capitalului este impactul schimbării structurii de proprietate.
- Modelele stakeholeder-ilor, spre deosebire de modelele anterioare, iau în considerare pe lângă interesele proprietarilor și deținătorilor de obligațiuni, mediul exterior în care funcționează întreprinderea. Sub noțiunea de stakeholderi subînțelegem angajații, furnizorii, concurenții, consumatorii, etc. Modele date recunosc influența stakeholder-ilor, în egală măsură cu acționarii și managerii, asupra formării structurii capitalului.

Până acum, autorul a abordat problema care stă în fața managementului întreprinderii, și anume, formarea unei structuri optime a capitalului. Dar criteriile, maximizarea sau minimizarea cărora stabilesc o structură optimă între mijloacele proprii și cele împrumutate, nu au fost examinate. Studiind abordările existente în literatura de specialitate [101, 144, 175], autorul a sintetizat următoarele criterii principale:

1. *Valoarea întreprinderii:* maximizarea valorii este obiectivul prioritar, deoarece atingerea lui duce la creșterea bunăstării proprietarilor de acțiuni.

2. *Flexibilitatea financiară*: creșterea ei constă în majorarea capacității întreprinderii de suporta diverse cheltuieli neprevăzute.

3. *Valoarea surselor*: este exprimată prin minimizarea cheltuielilor de deservire a resurselor atrase.

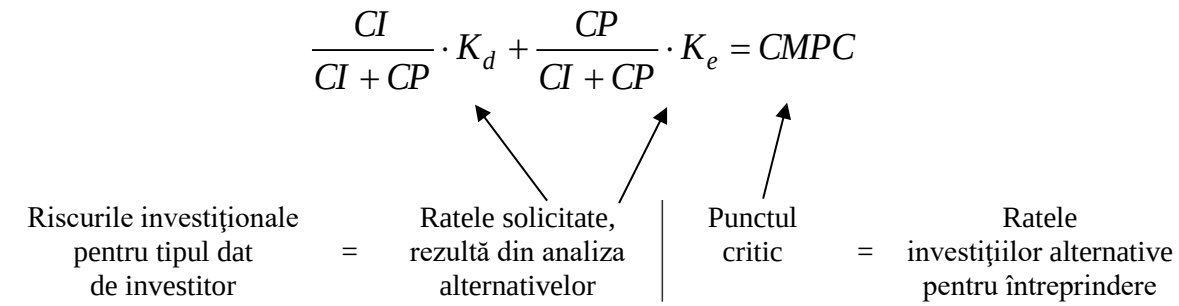
4. *Sustenabilitatea financiară*: formarea rezervelor suficiente, majorarea lichidității activelor.

Trebuie să menționăm că fiecare întreprindere de sine stătător determină criteriile prioritare, după care va optimiza structura capitalului. Reieșind din aceste considerente, autorul propune atribuirea unei ponderi mai însemnate unui sau altui criteriu în dependență de etapa ciclului viață a întreprinderii și de obiectivele specifice ce trebuie soluționate în cadrul fiecărei etape.

După părerea autorului, unul din modelele de stabilire a structurii optime a capitalului, care ar putea fi cu succes adaptat în practica corporativă a Republicii Moldova este modelul CMPC, care face parte din modelele cantitative, bazate pe o abordare financiară a capitalului întreprinderii. Considerăm că CMPC este un instrument care îmbină mai mulți factori în analiza capitalului întreprinderii. CMPC constituie unul din factorii cheie ai redresării situației financiare și a gestiunii valorii întreprinderii, care îndeplinește rolul punctului critic al rentabilității capitalului. Corespunzător, atingerea nivelului minim al ratei punctului critic al rentabilității capitalului lărgește posibilitățile întreprinderii de efectuare a investițiilor eficiente, face politica ei investițională mai flexibilă, reduce refluxul de mijloace bănești și duce la majorarea câștigurilor pentru proprietari.

Din punct de vedere a sarcinii de optimizare a structurii capitalului, redresare a situației financiare și creștere a valorii întreprinderii, analiza structurii capitalului este destul de complexă. E necesar de a răspunde la întrebarea principală: care raport dintre capitalul propriu și cel împrumutat va duce la maximizarea valorii de piață?

Cheia răspunsului e rațional de a fi căutată mai întâi de toate în însăși tratarea valorii investiționale a întreprinderii, care exprimă suma cash-flow-urilor libere actualizate pe care investitorul le așteaptă în viitor. Actualizarea fluxurilor câștigurilor pe care contează investitorii, semnifică recunoașterea imposibilității primirii imediate a profitului așteptat și de aceea ia în considerare rata alternativă a profitului ratat. La întreprinderile care utilizează capitalul împrumutat pentru dezvoltare, această rată include ratele minimale de profitabilitate cerute de creditori (k_d) și proprietari (k_e). Dacă e să luăm în considerare ponderea mijloacelor împrumutate (w_d) și proprii (w_e) în capitalul total, atunci cerințele față de profitabilitate, înaintate de cei doi investitori vor putea fi unificate într-o rată unică – CMPC, după cum e arătat în figura 3.3.



CI – capitalul împrumutat;
CP – capitalul propriu;
CI / (CI+CP) –ponderea capitalului împrumutat (W_{CI});
CP / (CI+CP) – ponderea capitalului propriu (W_{CP}).

Figura 3.3. Două părți ale relației cheltuielilor cu capitalul

Sursa: elaborată de autor în baza relației de calcul

Egalitatea profitabilității ponderate din figura 3.3 arată simplu, dar dacă e să ne sustragem de la forma matematică și să ne gândim de pe pozițiile regulilor financiare, atunci vedem în același timp două egalități. Partea stângă a egalității exprimă așteptările investitorilor cu privire la o întreprindere concretă și de aceea din punct de vedere al analizei financiare constituie „cifrarea așteptărilor", adică atribuirea unui caracter cifric poziției ei strategice, perspectivelor de dezvoltare, riscurilor investiționale: suma medie ponderată este echivalentă așteptărilor sau mai precis profitabilității așteptate. Prima parte a egalității (CMPC) trebuie să fie citită de către echipa de manageri ai întreprinderii. Din punct de vedere al sarcinilor gestiunii ambele grupe de rate (k_d și k_e) semnifică povara îndeplinirii cerințelor investitorilor, care sunt puse pe umerii managerilor. Rata CMPC semnifică caracterul cheltuielilor pentru atragerea capitalului, deoarece trebuie să fie acoperită din venitul câștigat. Prin urmare, partea dreaptă a egalității exprimă punctul critic al profitabilității, pe care managementul întreprinderii este obligat să-l ia în considerare la realizarea strategiei și politicii financiare a întreprinderii. Cu alte cuvinte, această rată servește managementului drept instrucțiune pentru investițiile necesare, care vor forma fluxurile viitoare ale întreprinderii și valoarea ei.

Dinamica ratei cheltuielilor totale cu capitalul (CMPC), după cum este arătat în figura 3.4, arată neobișnuit. La o pondere joasă a capitalului împrumutat în componența surselor de finanțare ale întreprinderii, punctul critic al profitabilității capitalului e mai înalt, deoarece capitalul propriu este mai scump decât capitalul împrumutat. Neintrând în detaliile unei analize complexe a profitabilității, cerute de proprietarii întreprinderii, vom remarca că într-o formă generală, această rată poate fi exprimată astfel: $k_e=k_d$ + prima de risc pentru posedarea întreprinderii.

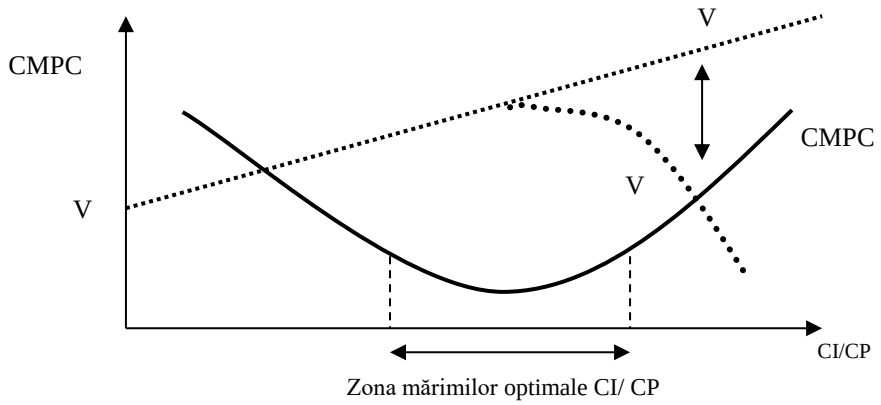


Figura 3.4. Structura optimă a capitalului

Sursa: adaptată după [136, p. 410]

Pe măsura creșterii ponderii capitalului împrumutat, punctul critic al profitabilității asupra capitalului total (CMPC) scade, deoarece crește ponderea capitalului mai ieftin și funcționează efectul economiei asupra impozitului pe venit, iar în continuare situația se schimbă și punctul critic se ridică în sus. Deoarece valoarea întreprinderii depinde de rata cheltuielilor totale cu capitalul (CMPC), sarcina echipei manageriale este de a construi o politică de finanțare a dezvoltării pe termen lung a întreprinderii în așa fel, încât să localizeze raportul dintre capitalul propriu și împrumutat în zona optimalității. Însă această sarcină presupune stabilirea următoarelor obiective: a) determinarea zonei mărimilor optimale ale CMPC și b) determinarea instrumentelor financiare de menținere a structurii surselor de finanțare în limitele coridorului optim sub influența mediului schimbător. Astfel, în cadrul analizei pârghiei financiare, putem concluziona că nu toate mărimile ei ating scopul creșterii valorii întreprinderii. Respectiv, sarcina gestiunii valorii întreprinderii, aplicată față de politica de finanțare se transformă în sarcina localizării întreprinderii în zona mărimilor optime ale structurii capitalului.

Aplicarea în practica financiară autohtonă a mecanismului de optimizare a structurii capitalului este dificilă din cauza implicării unor indicatori, determinarea cărora este problematică din cauza lipsei unei statistici privind riscurile aferente economiei naționale. Dar necătând la aceste dificultăți, autorul propune un model de determinare a structurii optime a capitalului pentru întreprinderile autohtone, redat în mod sintetic în figura 3.5.

Modelul propus de estimare a structurii optime a capitalului întreprinderii se bazează pe stabilirea unor indicatori de risc, care ar putea fi aplicabili în condițiile economiei Moldovei, și anume:

– *rata rentabilității fără risc (R_{fr}).* În practica mondială pentru determinarea ei se utilizează rata rentabilității hârtiilor de valoare de stat emise pe termen lung. În țările dezvoltate

această rată variază între 4% și 8% (vezi anexa 9). Modalitatea de determinare a acestui indicator este expusă în paragraful 2.2 al prezentei teze și este expus în tabelul 2.11;

– *marja de risc asociată îndatorării (M_r)* – reprezintă rentabilitatea netă a furnizorilor de împrumuturi, care se determină în dependență de riscul aferent împrumutului. Conform teoriei Modigliani-Miller, întreprinderile preferă finanțarea prin datorii pentru a beneficia de avantaje fiscale obținute prin deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile. Dar creșterea datoriilor duce la creșterea riscului de faliment, respectiv creșterea ratei de îndatorare este considerată un semnal negativ, atât de către creditori, care vor solicita o primă de risc mai mare, cât și de către partenerii externi, fapt care va duce la reducerea relațiilor cu întreprinderea.

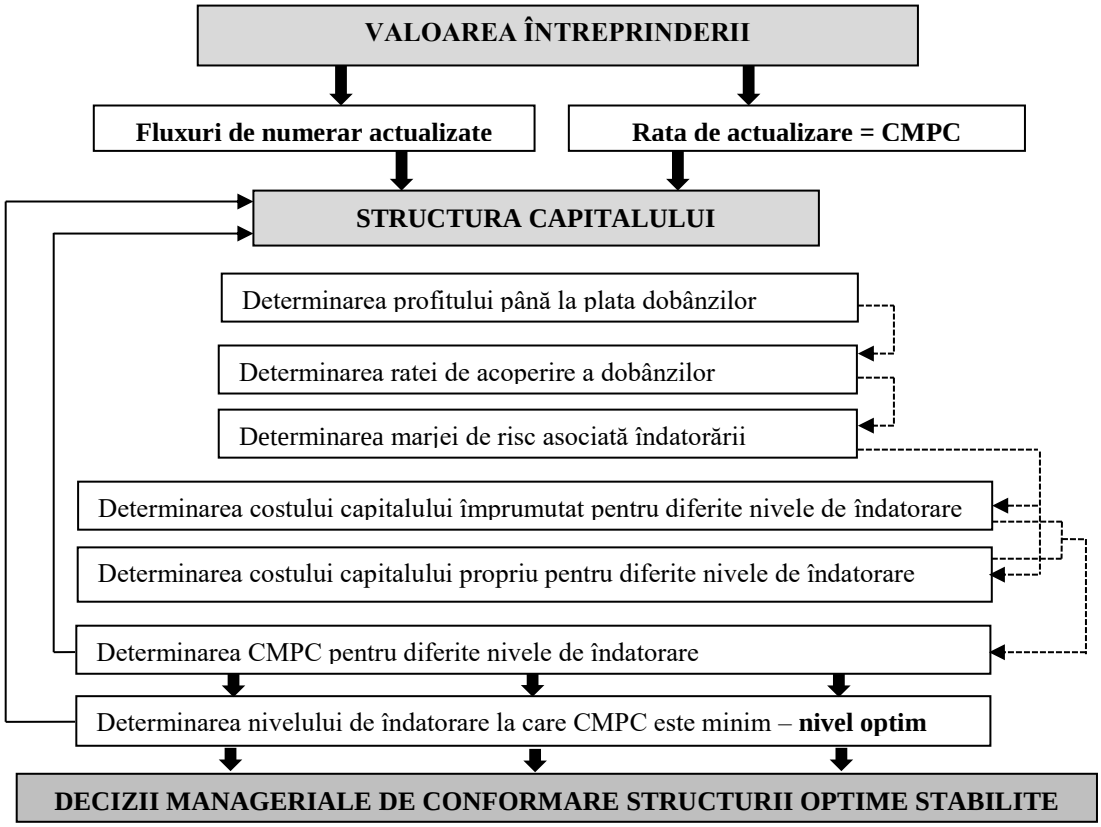


Figura 3.5. Modelul de estimare a structurii optime a capitalului reieșind din logica gestiunii valorii întreprinderii

Sursa: elaborată de autor

Pentru determinarea riscului asociat îndatorării pentru întreprinderile autohtone, este necesară determinarea indicatorului *ratei de acoperire a dobânzilor (R_{ad})*, care se estimează după formula:

$$R_{ad} = \frac{PPD_n}{CI \times (R_{fr} + PR)},$$

(3.2)

unde PPD_n – profit până la plata dobânzilor și impozitelor, CI – capital împrumutat, R_{fr} – rata rentabilității fără risc, PR – prima de risc.

Pentru calculele noastre vom utiliza marja de risc asociată îndatorării elaborată de savantul american A. Damodaran, reprezentant al școlii Stern School of Business și se va estima în dependență de mărimea ratei de acoperire a dobânzilor, expusă în tabelul 3.1.

Tabelul 3.1. Coeficienții de acoperire a dobânzilor și marja de risc asociată îndatorării aferentă dobânzilor pentru împrumuturi

Dacă rata de acoperire a dobânzilor este		Rating-ul întreprinderii	Marja de risc asociată îndatorării
>	≤ până la		
-100000	0.499999	D2/D	18.60%
0.5	0.799999	C2/C	13.95%
0.8	1.249999	Ca2/CC	10.63%
1.25	1.499999	Caa/CCC	8.64%
1.5	1.999999	B3/B-	4.37%
2	2.499999	B2/B	3.57%
2.5	2.999999	B1/B+	2.98%
3	3.499999	Ba2/BB	2.38%
3.5	3.9999999	Ba1/BB+	1.98%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.27%
4.5	5.999999	A3/A-	1.13%
6	7.499999	A2/A	0.99%
7.5	9.499999	A1/A+	0.90%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.72%
12.5	100000	Aaa/AAA	0.54%

Sursa: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm, accesat la 21.10.2018.

Din datele prezentate în tabelul 3.1, putem remarca că cu cât rata de acoperire a dobânzilor este mai mică, marja de risc asociată îndatorării va avea o mărime mai mare, adică costul resurselor împrumutate va crește, în urma înrăutățirii capacității de deservire a datoriei.

– *costul capitalului împrumutat (CCI)* – se determină ca suma ratei rentabilității fără risc și marja de risc asociată îndatorării. Formula de calcul este următoarea:

$$CCI = R_{fr} + M_r, \quad (3.3)$$

– *prima de risc (PR)* pentru economia Moldovei stabilită de către profesorul american A. Damodaran mărime de 5% (anexa 13);

– *Beta Unlevered (B_U)* – riscul de piață al unui activ dintr-o anumită ramură, în baza datelor stabilite de către profesorul american A. Damodaran expuse în anexa 14;

– *rata impozitului pe profit (T),* care în Republica Moldova a fost în mărime de 12% pentru anul 2017.

– *Beta Levered (B_L),* coeficientul de risc pentru un activ dintr-o anumită ramură corectat cu efectul pârghiei financiare, care se estimează după formula:

$$B_L = B_U \times (1 + {W_{CI}}/{W_{CP}}) \times (1 - T), \quad (3.4)$$

unde B_U – coeficientul Beta fără a lua în considerare efectul pârghiei financiare;

– *Costul capitalului propriu (CCP):*

$$CCP = R_{fr} + PR \times B_L, \quad (3.5)$$

unde: PR – prima de piață (risc).

Pentru automatizarea mecanismului de determinare a structurii optime a capitalului, autorul a elaborat un program de calcul tabelar în pachetul Excel Microsoft Office, scopul căruia este de a identifica în mod automatizat structura optimă a capitalului în baza introducerii următoarelor date inițiale reflectate în tabelul 3.2 (în baza datelor practice ale „Supraten" S.A.):

Tabelul 3.2. Date inițiale pentru programul de determinare a structurii optime a capitalului (în baza datelor „Supraten" S.A.)

Date inițiale	Abr.	Mărimea
Rata rentabilității fără risc	Rfr	10.36%
Marja de risc asociată îndatorării	Mr	0.54%
Costul capitalului împrumutat	CCI	10.90%
Mărimea capitalului propriu	CP	207 687
Mărimea capitalului împrumutat	CI	309 296
Total active	TA	516 983
Prima de risc	PR	5.0%
Unlevered beta	Bu	0.61
Rata impozitului pe profit	T	12%
Structura existentă a capitalului	CI/CP	59.83
Profit până la plata dobânzilor	PPD	89 381

Sursa: elaborat de autor

În urma procesării datelor inițiale din tabelul 3.2, programul elaborat de autor estimează CMPC la diferite mărimi ale structurii capitalului întreprinderii. Pentru determinarea costului capitalului împrumutat, programul atribuie o marjă asociată îndatorării în dependență de rata de acoperire a dobânzilor, estimată în baza datelor tabelului 3.1. Mecanismul de lucru al programului și interfața acestuia este prezentată în anexa 42.

În urma estimării CMPC la diferite structuri ale capitalului propriu, va fi determinată optimă acea structură a capitalului, la care CMPC este cel mai mic. În continuare vom aduce un exemplu privind rezultatul determinării structurii optime a capitalului cu ajutorul modelului elaborat de autor în baza unei întreprinderi industriale autohtone, prezentat în tabelul 3.3.

În urma calculelor efectuate stabilim că structura optimă a capitalului pentru „Supraten" S.A. constituie o pondere a capitalului împrumutat de 35% din total capital atras. La această structură a capitalului cheltuielile cu capitalul atras vor fi cele mai mici, adică 13,19%. În baza datelor din tabelul 3.3 constatăm că zona mărimilor admisibile a CMPC în cadrul „Supraten" S.A. constituie între 13% și 14%, cu o pondere de maxim 60% a capitalului împrumutat. După

rata de 14%, ritmul de creștere a CMPC este mai pronunțat, și respectiv inacceptabil pentru întreprindere.

Tabelul 3.3. Estimarea structurii optimale a capitalului pentru „Supraten” S.A.

CI/TA	R_{ad}	Marja de risc	CCI	CI/CP	Beta Levered	CCP	CMPC
5%	31.7	0.54%	10.90%	0.05	0.64	13.55%	13.35%
10%	15.9	0.54%	10.90%	0.11	0.67	13.71%	13.30%
15%	10.6	0.72%	11.08%	0.18	0.70	13.88%	13.26%
20%	7.9	0.90%	11.26%	0.25	0.74	14.08%	13.25%
25%	6.3	0.99%	11.35%	0.33	0.79	14.30%	13.23%
30%	5.3	1.13%	11.49%	0.43	0.84	14.56%	13.23%
35%	4.5	1.13%	11.49%	0.54	0.90	14.86%	13.19%
40%	4.0	1.98%	12.34%	0.67	0.97	15.20%	13.46%
45%	3.5	1.98%	12.34%	0.82	1.05	15.61%	13.47%
50%	3.2	2.38%	12.74%	1.00	1.15	16.09%	13.65%
55%	2.9	2.98%	13.34%	1.22	1.27	16.69%	13.97%
60%	2.6	2.98%	13.34%	1.50	1.42	17.44%	14.02%
65%	2.4	3.57%	13.93%	1.86	1.61	18.39%	14.41%
70%	2.3	3.57%	13.93%	2.33	1.86	19.67%	14.48%
75%	2.1	3.57%	13.93%	3.00	2.22	21.46%	14.56%
80%	2.0	4.37%	14.73%	4.00	2.76	24.15%	15.20%
85%	1.9	4.37%	14.73%	5.67	3.65	28.62%	15.31%
90%	1.8	4.37%	14.73%	9.00	5.44	37.57%	15.42%
95%	1.7	4.37%	14.73%	19.00	10.81	64.41%	15.53%

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare

Pentru o analiză comparată a structurii optime estimate a capitalului în corelație cu structura capitalului existentă la întreprinderile autohtone, am decis de a alege 5 întreprinderi autohtone și de a compara eficiența utilizării capitalului. Rezultatele le vom prezenta în figura 3.6.

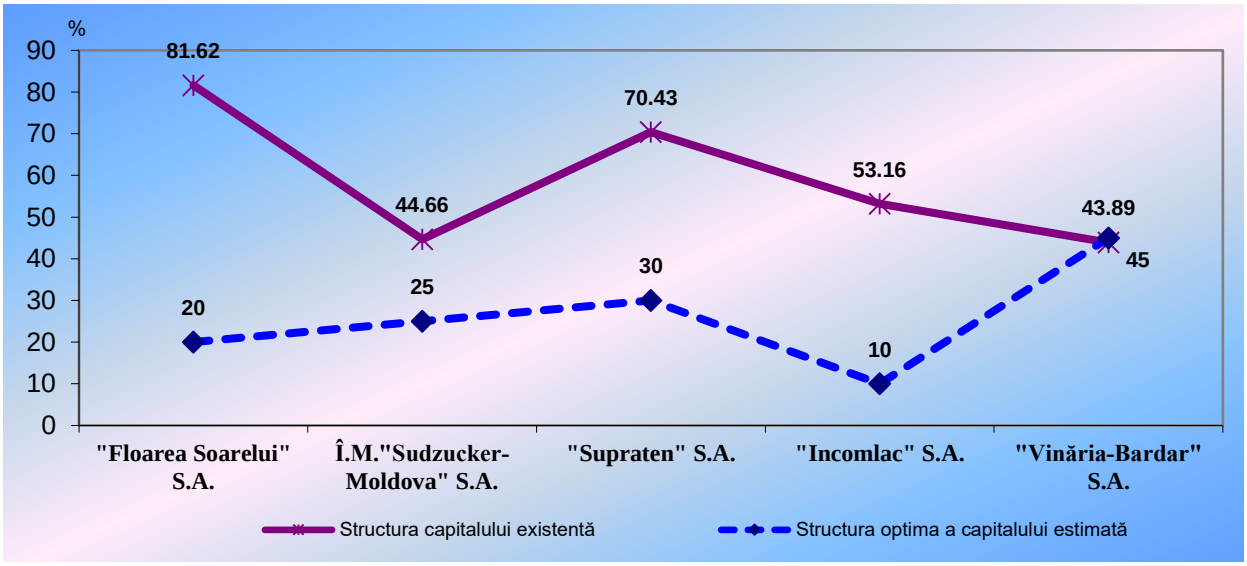


Figura 3.6. Analiza structurii capitalului existente și optime la întreprinderilor industriale autohtone

Sursa: estimările autorului în baza rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Rezultatele analizei comparative a structurii capitalului existent în corelație cu capitalul optim, demonstrează faptul că întreprinderile industriale autohtone utilizează în exces sursa de finanțare prin împrumuturi, cu excepția „Vinăria-Bardar" S.A., care manifestă o politică destul de prudentă și bine fundamentată în vederea atragerii capitalului împrumutat. Astfel, nivelul structurii capitalului pentru „Vinăria-Bardar" S.A. este situat în zona optimă, pe când celelalte întreprinderi pentru a optimiza costul capitalului ar trebui să reducă ponderea împrumuturilor în următoarele proporții: „Floarea Soarelui" S.A. cu 61,62%, „Sudzucker-Moldova" S.A. cu 19,66%, „Supraten" S.A. cu 40,43%, „Incomlac" S.A. cu 43,16%.

Din cele susmenționate, putem concluziona că managementul întreprinderilor autohtone atrage o atenție slabă sarcinii de optimizare a structurii capitalului, iar în unele cazuri aparte, metodele de optimizare a structurii capitalului sunt destul simple, uneori chiar primitive și nu contribuie la soluționarea situațiilor de criză și o creștere a valorii întreprinderii. Cauzele situației date pot fi rezumate la lacunele în pregătirea profesională a managerilor, lipsa unor modele aplicabile în practica autohtonă, inexistența unor ghiduri metodice, subdezvoltarea pieței de capital etc.

Modelul de analiză a structurii optime a capitalului propus de către autor, poate fi aplicat fără restricții la diverse întreprinderi din diferite ramuri ale economiei naționale. Întreprinderile care actualmente înregistrează succese pe piață, au un ritm de creștere stabilă, precum și cele care sunt în situație de criză, pot aplica în practică și sesiza impactul potențialului deciziilor privind structura capitalului asupra atingerii obiectivului fundamental al activității întreprinderii – maximizarea valorii. Rezultatele primite confirmă modele teoretice de optimizare a structurii capitalului și pot fi utilizate în planificarea structurii capitalului întreprinderilor autohtone.

3.3. Perfecționarea procesului decizional prin optica valorii întreprinderii

În procesul de lucru asupra prezentei teze de doctorat, autorul a propus următorul sarcini de realizare a gestiunii eficiente a întreprinderii prin prisma valorii sale interne:

1. Cercetarea mecanismului de influență a activității financiare asupra valorii întreprinderii;
2. Cercetarea metodelor de diagnosticare a situațiilor de criză prin optica valorii întreprinderii;
3. Stabilirea modelelor de gestiune operativă și strategică a valorii întreprinderii;
4. Elaborarea mecanismului decizional de implementare a sistemului de gestiune a valorii la întreprinderile autohtone.

Prima sarcină a fost realizată prin intermediul studierii rolului activității financiare în gestiunea valorii, inclusiv au fost cercetate situațiile de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii în contextul valorii, fapt elucidat în capitolul întâi al prezentei teze. A doua și a treia sarcină, au fost atinse în cadrul cercetărilor din capitolul doi al prezentei teze. Luând în considerare că primele trei sarcini au fost elucidate, în continuare vom elabora mecanismul decizional aferent gestiunii valorii întreprinderii.

Decizia de gestiune este rezultatul analizei, previziunii, optimizării, fundamentării economice și alegerii alternativelor din totalitatea variantelor de atingere a unui scop concret. În cazul nostru ne propunem să elaborăm un mecanism decizional, drept impuls al căruia va servi necesitatea maximizării valorii întreprinderii.

Mecanismul decizional aferent gestiunii valorii se va baza pe două grupe de decizii:

I. Integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional la nivel de întreprindere;

II. Stabilirea sistemului decizional de control a valorii.

Chiar dacă între grupele de decizii există o legătura strânsă, acestea îndeplinesc funcții principial diferite: prima grupă de decizii sunt adoptate în prezent, dar cu impact asupra valorii în viitor, a doua grupă de decizii determină controlul asupra executării deciziilor adoptate în trecut (istorice).

I. Integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional la nivelul întreprinderii. În vederea migrării întreprinderilor autohtone la principiile de gestiune în baza valorii, este necesară o implementare a mecanismului decizional bazat pe principiile valorii la toate nivelele de conducere a întreprinderii. Noutatea abordării date este menționată de o serie de autori din domeniu. În lucrările sale, autorii Marsh [116, p. 58-69], Martin și Petty [117, p. 257-262] subliniază că gestiunea valorii capitalului acționar, e concentrată pe o nouă filozofie a analizei și controlului. Alți autori [90, 122], menționează complexitatea abordării date prin necesitatea corelării spiritului de gândire axat pe valoare cu procedurile sistemului de gestiune.

Totodată, autorul consideră că migrarea către gestiunea valorii întreprinderii, trebuie examinată ca o inovare managerială în 2 aspecte:

1. *Primul aspect – inovare în analiza financiară*, care presupune schimbări în principiile și metodele de măsurare a rezultatelor financiare ale activității întreprinderii, și anume trecerea de la modelul contabil la modelul financiar de analiză;

2. *Al doilea aspect – inovare în sistemul instrumentelor de gestiune,* care presupune integrarea filosofiei valorii în sistemele procesului decizional la toate nivele structurii corporative.

Reieșind din faptul că gestiunea în baza valorii constituie o *inovare în analiza financiară* a întreprinderii, bazată pe modelul financiar de analiză al întreprinderii, insistăm că în vederea integrării principiilor valorii în gestiunea întreprinderii este necesară adaptarea sistemului decizional la noile criterii de evaluare a succesului întreprinderii. În acest caz, considerăm că valoarea întreprinderii poate fi interpretată drept criteriu al eficienței deciziilor de gestiune adoptate. Însă aceasta constituie o viziune generală asupra problemei și, respectiv, etapa inițială în implementarea concepției gestiunii valorii.

În opinia autorului, pentru corelarea sistemului decizional al întreprinderii cu noul model de analiză financiară, trebuie să divizăm și să introducem acest model de analiză la două nivele diferite: *nivelul analizei strategice și nivelul analizei tactice*, axate pe structura decizională a societății corporative moderne. Luând în considerare principalii actori ai procesului decizional în cadrul structurii corporative, interesele acestora în întreprindere, care deseori nu coincid, și motivele de participare în actul decizional, autorul a reprezentat schematic în figura 3.7 principalii actori și ariile de responsabilitate a acestora în cadrul analizei strategice și tactice.

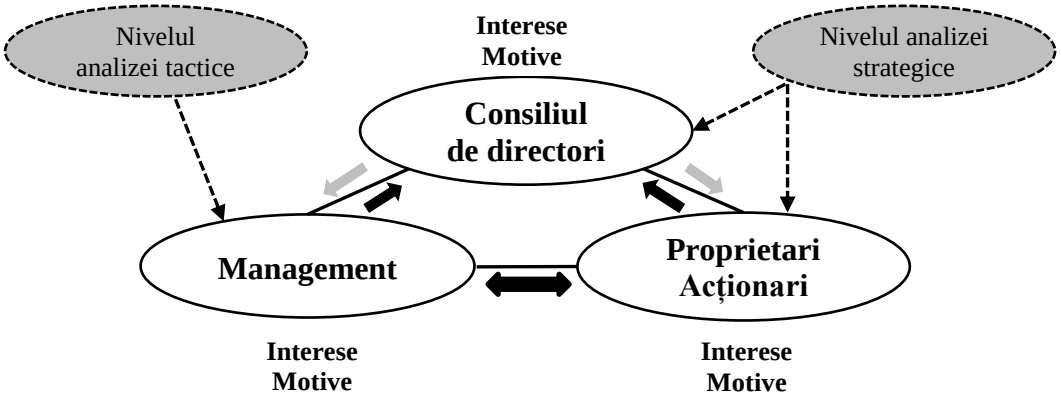


Figura 3.7. Structura sistemului decizional al întreprinderii corporative și ariile de responsabilitate la nivelul analizei strategice și tactice

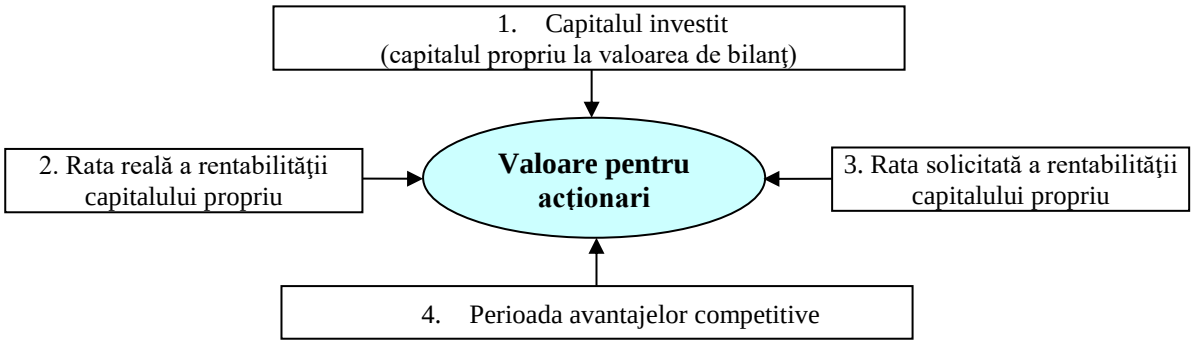
Sursa: elaborată de autor

Nivelul analizei strategice presupune adoptarea deciziilor în domeniul stabilirii strategiilor corporative, care trebuie examinate prin prisma capacității strategiilor adoptate de a genera profit economic pozitiv. Astfel, nivelul analizei strategice constituie sistemul de analiză al întreprinderii, în care e prevăzut algoritmul evaluării impactului strategiilor corporative asupra creării profitului economic.

Nivelul analizei tactice, este utilizat pe perioade scurte de timp și constituie crearea unui sistem de pilotaj, care asigură direcția către crearea profitului economic.

Reieșind din faptul că deciziile privind strategiile corporative în condițiile gestiunii în baza valorii trebuie examinate prin prisma capacității lor de a genera profit economic pozitiv, pentru

stabilirea arborelui decizional *la nivelul analizei strategice*, autorul a pornit de la formula de calcul a profitului economic cercetată în p. 2.2 al prezentei teze. Importanța formulei rezidă în identificarea factorilor generatori de valoare pentru acționari, prezentați în figura 3.8, și respectiv vectorii decizionali ai consiliilor de directori în vederea realizării strategiei de maximizare a valorii întreprinderii.



Notă: Perioada avantajelor competitive constituie capacitatea organizaţiei de a genera o rentabilitatea superioară celei solicitate.

Figura 3.8. Competența decizională la nivelul analizei strategice

Sursa: elaborată de autor

În contextul studierii efectelor arborelui decizional prezentat în figura 3.8, considerăm oportună examinarea direcțiilor de maximizare a valorii întreprinderii expuse în pentagonul lui Arnold, reprezentat în figura 3.9 și care presupune cinci etape.

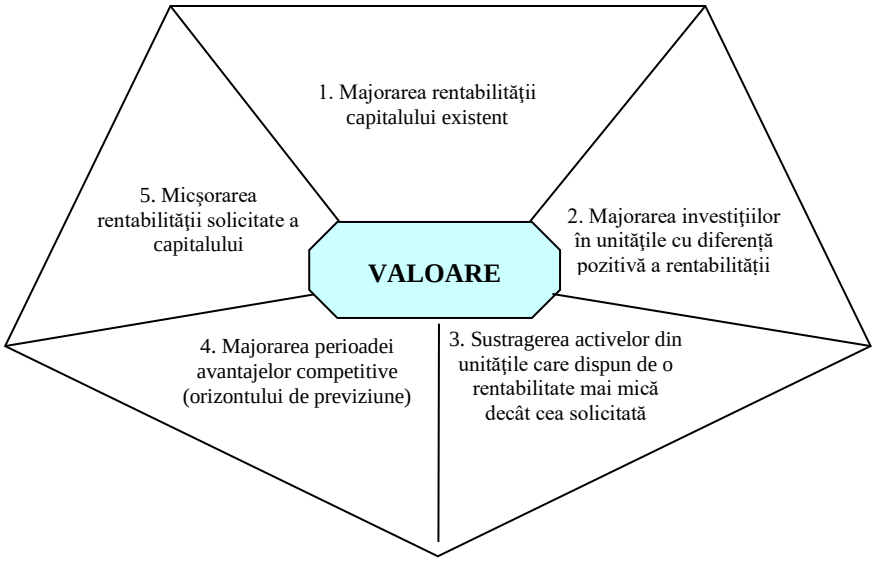


Figura 3.9. Pentagonul acțiunilor lui Arnold privind majorarea valorii pentru acționari

Sursa: [101, p. 98-109]

În primul rând, managementul întreprinderii trebuie să întreprindă măsuri de majorare a rentabilității capitalului. Sistemul de gestiune a rentabilității se bazează pe descompunerea indicatorilor de bază în factori ai valorii. Problemele metodologice ale descompunerii indicatorului contabil al rentabilității în factori ai valorii este destul de cunoscută, atât în teorie,

cât și în practică [101, p. 98-109]. În al doilea rând, acționarii decid de a atrage investiții în unitățile cu potențial de creare a valorii, și în al treilea rând, sustrag mijloacele din unitățile cu potențial redus de creare a valorii. În al patrulea rând, acțiunile strategice, de marketing și organizaționale ale întreprinderii trebuie să permită crearea și menținerea perioadei avantajelor competitive. În al cincilea rând, sistemul format de gestiune va reduce riscurile afacerii, respectiv va reduce rentabilitatea solicitată a capitalului propriu.

Modelul propus de Arnold este ciclic: pasul cinci ne întoarce spre primul. În același timp, autorul consideră că modelul dat, bazându-se pe indicatorii periodici ai rezultatelor activității, demonstrează clar algoritmul vectorilor decizionali în procesul gestiunii valorii.

La nivelul analizei tactice, arhitectura decizională este condiționată de totalitatea factorilor cu impact asupra valorii, care pot fi ajustați de către managementul întreprinderii și specialiștii serviciilor financiare pe parcursul perioadei de gestiune. Schema de formare a valorii sintetizată în figura 3.10 pornește de jos în sus, având la bază patru nivele, care se îmbină armonios și fiecare nivel inferior contribuie la dezvoltarea nivelului superior.

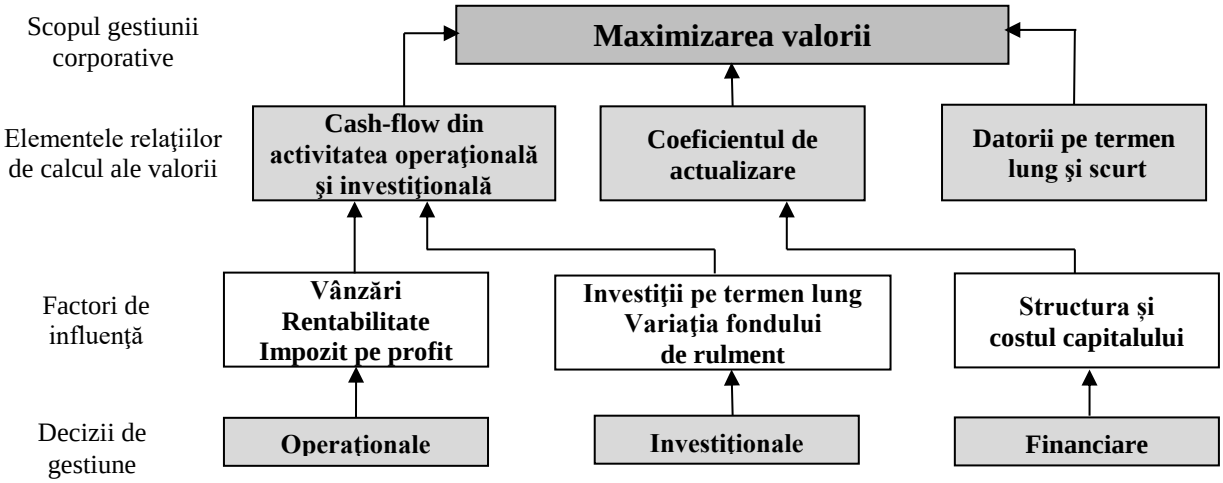


Figura 3.10. Arhitectura decizională la nivelul analizei tactice

Sursa: elaborată de autor în baza modelelor de gestiune a valorii

Scopul principal al deciziilor de gestiune la nivelul analizei tactice constituie acțiunea asupra factorilor cu impact asupra elementelor modelelor de gestiune a valorii (factori de nivel inferior). În vederea atingerii scopului gestiunii corporative la nivelul analizei tactice, autorul propune divizarea deciziilor de gestiune după principiul domeniilor de activitate ale întreprinderii: operaționale, investiționale și financiare.

Deciziile operaționale vor avea drept scop acțiunea asupra vânzărilor, rentabilității și impozitului pe profit, care în final va genera cash-flow din activitatea operațională.

Deciziile investiționale vor ține de stimularea investițiilor pe termen lung și de variația fondului de rulment, care vor genera cash-flow din activitatea de investiții.

Deciziile financiare vor ține de gestiunea datoriilor pe termen scurt și lung în vederea stabilirii unor proporții optimale și de care va depinde mărimea costului capitalului solicitat de către acționari.

Al doilea aspect al inovării în cadrul implementării gestiunii în baza valorii constituie *inovarea în sistemul instrumentelor de gestiune*. Realizarea întregului complex de măsuri de implementare a concepției gestiunii în baza valorii necesită restructurarea multor procese de gestiune, în acest context este necesar de a discuta despre organizarea procesului de trecere la această concepție. Modificările în aparatul decizional reprezintă introducerea modelului financiar de analiză a valorii și proiectarea modificărilor valorii în corespundere cu diferite scenarii de dezvoltare strategică. Această etapă determină viziunile asupra perspectivelor întreprinderii, iar studierea lor aprofundată este următoarea verigă a sistemului decizional, unde este necesar de a introduce modificările necesare în procedurile interne de evidență și planificare, ce ar corespunde sarcinilor de gestiune în baza valorii. Un model al sistemului decizional de tranziție către gestiunea în baza principiilor valorii este prezentat în figura 3.11.

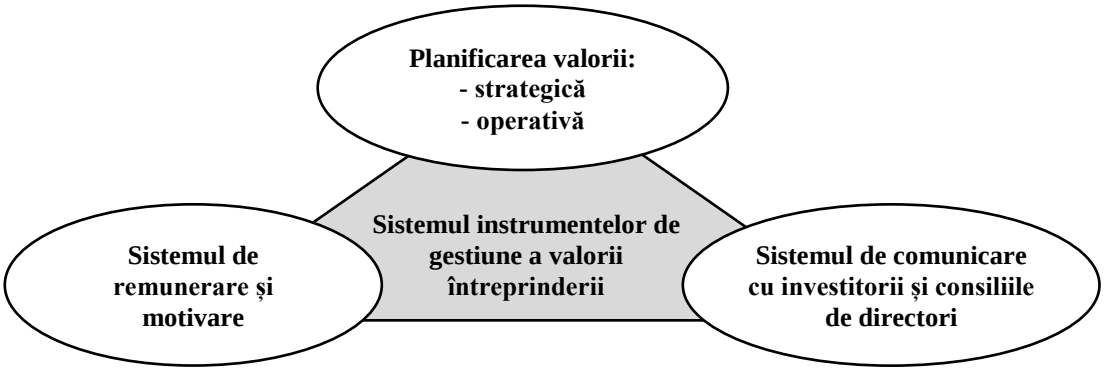


Figura 3.11. Inovații manageriale în gestiunea valorii întreprinderii

Sursa: elaborată de autor în baza modelelor de gestiune a valorii

Prima variabilă a sistemului o constituie *planificarea valorii*, care presupune planificarea strategică a valorii investiționale a întreprinderii și planificarea operativă a creării valorii. Planificarea strategică a valorii semnifică utilizarea valorii capitalului acționar în argumentarea deciziilor privind direcțiile strategice de dezvoltare a întreprinderii. Aceasta este o variabilă cheie fără care este imposibilă mișcarea întreprinderii pe calea sporirii valorii. Traducerea planificării strategice în limbajul valorii întreprinderii nu poate fi realizată fără participarea activă a consiliului de directori, sarcina cărora constă în asigurarea viziunii strategice pentru echipa de executori. Astfel, consiliul de directori trebuie să propună algoritmi de implementare a

limbajului valorii în activitatea întreprinderii, iar la rândul său, echipa de manageri va elabora tehnologia, care presupune alegerea modelelor financiare de analiză a strategiei și stabilirii impactului său direct și indirect asupra dezvoltării întreprinderii.

Planificarea operativă a valorii presupune elaborarea și implementarea sistemului de indicatori financiari speciali, care reflectă valoarea creată pe parcursul perioadei de gestiune și care evaluează rezultatele întreprinderii în vederea realizării strategiei trasate. Implementarea unor modele analitice la nivelul consiliului de directori este insuficientă, deoarece este necesară corelarea lor cu nivelele medii și inferioare ale structurii decizionale, cu sarcinile operaționale, e necesară concretizarea lor la fiecare loc de muncă. Noul sistem de indicatori trebuie să fie corelat cu valoarea întreprinderii și cu ajutorul lui managerii trebuie să evalueze impactul deciziilor operative aprobate la etajul respectiv al conducerii asupra valorii întreprinderii. Avantajele descompunerii și detalizării indicatorilor valorii pentru fiecare etaj al structurii manageriale a întreprinderii constă în diseminarea filosofiei valorii în rândul colaboratorilor, corelarea sarcinilor profesionale ale fiecăruia cu indicatorul integral al valorii. Însă acest proces este destul de laborios, care presupune remodelarea procedurilor de planificare, și anume a procedeelor de bugetare.

A doua variabilă inovativă a sistemului de gestiune a valorii o constituie *motivarea și remunerarea personalului*. Traducerea sistemului de motivare și remunerare a personalului în limbajul sporirii valorii întreprinderii, asigură corelarea sistemelor de remunerare a echipei manageriale cu indicatorii profitului economic, iar ulterior remunerarea ponderată și a nivelelor inferioare în dependență de aportul acestora la crearea profitului economic. Rolul prioritar al consiliului de directori constă în implementarea concepției de evaluare a eficacității managementului întreprinderii.

Și în sfârșit, al treilea sistem inovativ este *informația și comunicarea cu acționarii* în limbajul valorii întreprinderii. Această direcție presupune remodelarea sistemului de raportare managerială bazat pe indicatorii profitului economic, asigurarea transparenței activității întreprinderii, implementarea principiilor de dezvăluire a informației pentru principalele grupuri de stakeholderi, evaluarea și gestionarea așteptărilor investitorilor față de întreprindere. Avantajele implementării acestui sistem inovativ sunt prezentate în figura 3.12.

II. Stabilirea sistemului decizional de control a valorii este dictată de asigurarea sarcinii creșterii pe termen lung a valorii capitalului proprietarilor întreprinderii. Din punct de vedere al modelului financiar, această problemă este soluționată dacă întreprinderea generează profit superior în comparație cu variantele alternative de plasare a capitalului.

Sistemul de monitorizare a factorilor cheie ai valorii constă în crearea legăturilor de feed-back pentru reacții imediate la declanșarea proceselor de distrugere a valorii. În acest sens, considerăm necesară elaborarea programelor factorilor valorii. Aceste programe vor fi elaborate simultan cu sistemul de măsuri de realizare a strategiei întreprinderii, iar programele trebuie integrate în activitatea operațională a întreprinderii și monitorizate permanent de managerii diferitori nivele ierarhice, în dependență de tipul factorilor valorii. Inițiatorii, comanditarii și consumatorii rezultatelor finale ale programului de monitorizare a factorilor valorii vor fi consiliile de directori, iar executorii nemijlociți – managementul.

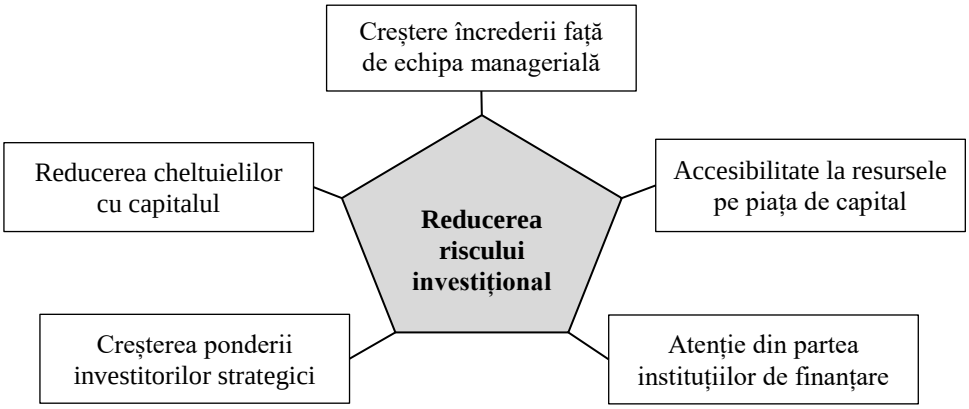


Figura 3.12. Impactul transparenței întreprinderii și comunicării cu stakeholderii

Sursa: elaborată de autor

În acest sens, considerăm importantă divizarea întreprinderii în centre de responsabilitate financiară, care presupun structurarea relațiilor între centrele de responsabilitate în baza mecanismelor de stabilire a costurilor interne pentru produsele și serviciile centrului.

Delimitarea centrelor de responsabilitate financiară conturează competențele și responsabilitatea tuturor unităților întreprinderii, iar managementul utilizează centrele create în calitate de instrument de stabilire a sarcinilor de plan și urmărire a realizării acestora. În baza experienței mondiale de implementare a gestiunii valorii, centrele de responsabilitate financiară în cadrul structurilor corporative sunt numite centre de valoare. Rolul centrelor de valoare constă în detalizarea analizei creării fluxurilor bănești și controlul riscului investițional, necesare asigurării unui profit economic pozitiv. Caracteristicile de bază ale centrului de valoare și relațiile cu centrele de profit, venituri și costuri sunt prezentate în figura 3.13.

Dispunând de competențe privind investirea capitalului acționarilor, centrele de valoare organizează procesul gestiunii operative a centrelor de responsabilitate de nivel inferior, adică a centrelor de profit, venituri și costuri. În figura 3.13 este redată interconexiunea dintre centrul de valoare cu subsistemele componente ale centrelor de responsabilitate financiară: centrele de

profit, venituri și costuri. Sistemul decizional în cadrul centrului de valoare este axat pe deciziile strategice, iar în cadrul centrelor de responsabilitate financiară pe deciziile operaționale. Scopurile bugetare pentru centrele de responsabilitate financiară sunt fixate în corelare cu obiectivele planificate ale profitului economic. Astfel, sub aspectul centrelor de valoare, gestiunea valorii întreprinderii presupune crearea unui sistem de planificare și control în baza centrelor de responsabilitate financiară având la bază obiectivul sporirii valorii. Sistemul de planificare propus are drept scop de a evidenția aportul tuturor unităților structurale ale întreprinderii la crearea valorii pentru proprietari. Echipa managerială determinând setul de indicatori cu impact asupra valorii pentru fiecare centru de responsabilitate financiară, va primi un instrument pentru argumentarea deciziilor și determinarea priorităților, iar consiliul de directori va avea un instrument de control detaliat asupra proceselor de creare a valorii la nivelul centrelor de responsabilitate financiară.

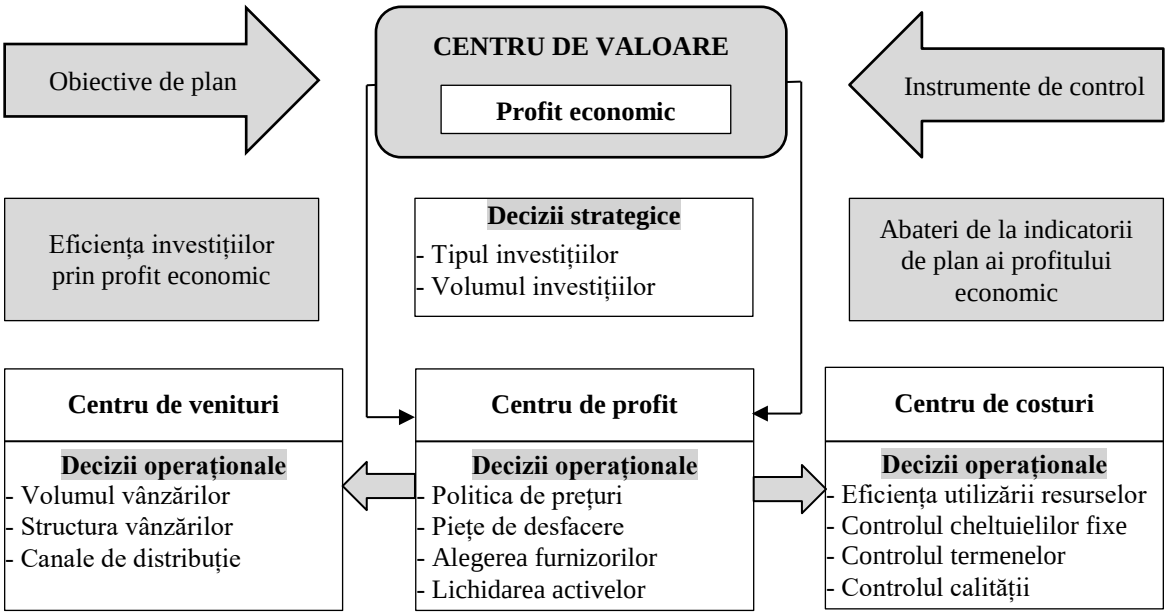


Figura 3.13. Structura decizională a centrului de valoare

Sursa: elaborată de autor

Concepția gestiunii valorii întreprinderii, ca o inovare în metodele de gestiune, permite de crea modele și algoritmi de argumentare a deciziilor strategice, care vor permite mărirea calității acestora. Acest aspect e legat de câteva circumstanțe. În primul rând, spre deosebire de alte concepte, gestiunea în baza valorii propune un sistem de indicatori și modele de analiză care integrează diferite aspecte ale activității întreprinderii într-o tehnologie unică de soluționare a problemelor existente. Indicatorul valorii include atât aspectul financiar, cât și cel nefinanciar al activității întreprinderii. Existența unui astfel indicator integral facilitează procedurile de

adoptare a deciziilor, iar utilizarea conceptului dat permite de a organiza corect și a focusa eforturile analitice în vederea sporirii valorii întreprinderii.

3.4. Concluzii la capitolul 3

În cadrul capitolului dat, autorul și-a propus realizarea următoarelor *obiective*:

– Identificarea și analiza problemelor în evaluarea și gestiunea valorii întreprinderilor din Republica Moldova și propunerea soluțiilor privind redresarea întreprinderilor autohtone;

– Elaborarea recomandărilor de perfecționare a procesului decizional prin optica valorii întreprinderii.

În urma realizării obiectivelor trasate, am obținut următoarele *rezultate*:

1. În condițiile Republicii Moldova utilizarea valorii întreprinderilor atât în calitate de componentă a deciziilor de gestiune, cât și în scopurile prevenirii crizei și gestiunii întreprinderii în situație de criză, este însoțită de o serie de probleme cu caracter metodologic și aplicativ.

2. Reieșind din cercetările efectuate, autorul a constatat că cheltuielile înalte cu capitalul constituie o piedică în dezvoltarea întreprinderilor industriale din Republica Moldova, iar acestea nu dispun de politici și tehnici de stabilire a structurii optime a capitalului. Însă, gestionarea prudentă și rațională a structurii capitalului întreprinderii constituie un instrument managerial important și de utilitate maximă în condițiile dezvoltării mediului corporativ autohton, reieșind din următoarele considerente:

– în primul rând, structura capitalului este un instrument de creare a valorii întreprinderilor, deoarece în urma analizei minuțioase a structurii capitalului întreprinderilor autohtone, putem depista rezerve esențiale de maximizare a valorii acestora;

– în al doilea rând, structura capitalului este un instrument de dezvoltare strategică a întreprinderii, prin atragerea surselor de finanțare mai ieftine decât cele existente, și respectiv contribuie la utilizarea deplină a potențialului întreprinderii;

– în al treilea rând, structura capitalului este un instrument de redresare a întreprinderilor aflate în situație de criză.

3. Rezultatele analizei structurii capitalului la întreprinderile analizate ne demonstrează faptul că capitalul propriu este sursa dominantă de finanțare a activității întreprinderilor. La 95% din întreprinderile analizate, capitalul propriu este mai mare de 50% din total pasiv al întreprinderii. În structura capitalului întreprinderilor analizate, mărimea medie a capitalului propriu pentru anul 2012 a constituit 64%, respectiv a datoriilor 36%, iar pentru anul 2017 –

73%, respectiv 27%. Rezultatele analizei confirmă tendința de creștere a ponderii capitalului propriu în structura capitalului întreprinderilor autohtone cu 9% de-a lungul perioadei analizate.

Însă un rezultat contradictoriu înregistrează evoluția valorii medii a CMPC, care de-a lungul perioadei analizate scade de la 15,34% în 2012 la 13,99% în anul 2017. De obicei, odată cu creșterea ponderii capitalului propriu în pasivul întreprinderii, are loc o creștere a CMPC. Rezultatul contradictoriu este datorat specificului mediului macroeconomic din Republica Moldova, și se datorează diminuării semnificative în ultimii ani a ratelor medii la depozitele bancare și a ratei de bază a BNM.

4. Pentru soluționarea problemei determinării structurii optime a capitalului, autorul a propus un model de estimare a structurii optime a capitalului aplicabil în condițiile Republicii Moldova, care se bazează pe stabilirea unor indicatori de risc. Pentru automatizarea mecanismului de determinare a structurii optime a capitalului, autorul a elaborat un program de calcul tabelar în pachetul Excel Microsoft Office, scopul căruia este de a identifica în mod automatizat structura optimă a capitalului în baza introducerii unor date inițiale.

5. În capitolul dat, autorul a extins și a fundamentat sarcinile necesare de rezolvat în cadrul nivelului trei al sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, fundamentat în capitolul 1, și anume: sistemul de control al valorii.

Pentru dezvoltarea nivelului trei, *nivelul de control al valorii*, autorul propune conturarea sistemului decizional al întreprinderii axat pe două direcții de bază, în funcție de care se vor delimita două subnivele: evaluarea rezultatelor de tip planificat-realizat și corectarea obiectivelor financiare, setului și mărimii indicatorilor.

6. În vederea redresării situației de criză prin optica valorii întreprinderii, propunem implementarea unui sistem decizional, format din două blocuri de decizii:

– integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional al întreprinderii. Bazându-se pe structura decizională a societății corporative moderne, integrarea se va efectua la două nivele: nivelul analizei strategice și la nivelul analizei tactice;

– stabilirea sistemului decizional de control a valorii, scopul căruia este asigurarea sarcinii creșterii pe termen lung a valorii capitalului proprietarilor întreprinderii.

7. *Migrarea către gestiunea întreprinderii în baza principiilor valorii*, după părerea noastră, trebuie examinată ca o inovare managerială în 2 aspecte: inovare în analiza financiară, care presupune schimbări în principiile și metodele de măsurare a rezultatelor financiare ale activității întreprinderii, și anume trecerea de la modelul contabil la modelul financiar de analiză; inovare în sistemul instrumentelor de gestiune, care presupune integrarea filosofiei valorii în sistemele procesului decizional la toate nivele structurii corporative.

8. Pentru *stabilirea sistemului decizional de control al valorii*, autorul propune crearea în cadrul întreprinderii a *centrelor de valoare*, care presupune crearea unui sistem de planificare și control în baza centrelor de responsabilitate financiară având la bază obiectivul sporirii valorii sau a profitului economic.

În componența centrelor de valoare intră centrele de responsabilitate financiară: centrele de profit, venituri și costuri. Sistemul decizional în cadrul centrului de valoare este axat pe deciziile strategice, iar în cadrul centrelor de responsabilitate financiară pe deciziile operaționale.

Rezultatele obținute ne permit să constatăm următoarele elemente de *noutate științifică*:

1. A fost elaborat și testat un model de estimare a structurii optime a capitalului aplicabil în condițiile Republicii Moldova;

2. A fost elaborat procesul decizional de redresare a situației de criză prin optica valorii întreprinderii, care reprezentând o inovare în analiza financiară și sistemul instrumentelor de gestiune se bazează pe două grupe de decizii: integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional la nivel de întreprindere și stabilirea sistemului decizional de control a valorii.

CONCLUZII GENERALE ȘI RECOMANDĂRI

Rezultatele obținute permit soluționarea problemei științifice aplicative de perfecționare a mecanismului de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză și contribuie la dezvoltarea unui nou concept modern al acestuia în scopul asigurării dezvoltării sustenabile a întreprinderilor din Republica Moldova.

Iar problema științifică importantă soluționată constă în fundamentarea științifică și metodologică a mecanismului de gestiune a valorii în redresarea întreprinderii în situație de criză, fapt ce a condus la dezvoltarea modelelor autohtone de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză.

În urma realizării obiectivelor trasate spre cercetare, sintetizăm următoarele *concluzii generale*:

1. În condițiile instabilității situației economice, indicatorul de bază în evaluarea nivelului de dezvoltare stabilă a întreprinderii, competitivității sale și echilibrului intereselor diferitor participanți ai relațiilor de piață este valoarea întreprinderii. Această afirmare este argumentată de faptul că valoarea întreprinderii integrează principalii indicatori economici și financiari, care reflectă pe deplin procesele de business interne și mediul său extern. La etapa contemporană, maximizarea valorii de piață a întreprinderii constituie obiectivul fundamental al sistemului de gestiune a întreprinderii. Practica țărilor dezvoltate arată că creșterea valorii întreprinderii determină funcționarea ei îndelungată și stabilă, creează premise pentru creșterea bunăstării societății și dezvoltării social-economice a țării [p. 1.1, publicația autorului [19, 21, 95]].

2. În cadrul determinării dimensiunii teoretice a conceptului de valoare a întreprinderii, a fost elucidat aspectul financiar al noțiunii de valoare a întreprinderii. Pentru a demonstra corelarea noțiunii de valoare a întreprinderii cu aspectele activității financiare a întreprinderii, autorul a studiat proprietățile financiare ale noțiunii de valoare și evoluția teoriilor valorii.

În baza cercetărilor efectuate, remarcam că conceptul de valoare a întreprinderii este definit în mod diferit de diverși cercetători, unii consideră că valoarea întreprinderii este determinată de valoarea activelor de care dispune întreprinderea, alții - de posibilitățile de utilizare eficientă a activelor date, cu scopul de a genera fluxuri monetare stabile și crescătoare. Prin urmare, menționăm că un element comun al tuturor definițiilor este dimensiunea financiară a conceptului de valoare a întreprinderii, care adițional demonstrează ca valoarea întreprinderii este influențată direct de activitatea financiară a întreprinderii [p. 1.1, publicația autorului [21, 23]].

3. Existența divergențelor în ceea ce privește conceptul de valoare a întreprinderi și lipsa dezvăluirii valorii în calitate de instrument de gestiune a întreprinderii și indicator al succesului activității întreprinderii, a făcut necesară cercetarea opiniilor mai multor autori și formularea definiției proprii: *valoarea întreprinderii reprezintă un indicator analitic de estimare a eficienței activității întreprinderii, care caracterizează perspectivele de creștere ale întreprinderii, eficiența gestiunii activelor și pasivelor întreprinderii cu scopul de a genera beneficii stabile și crescătoare pentru proprietari, manageri, angajați, creditori, stat și societate în general*. Definiția propusă, extinde și concretizează esența realizării valorii și favorizează construirea unui sistem eficient de gestiune a proceselor de formare a valorii, în particular, și un sistem de gestiune a activității întreprinderii, în general. În viziunea autorului, 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 [p. 1.1, publicația autorului [23]].

4. Noțiunea de valoare de piață a întreprinderii, utilizată des în cadrul activității practice, în accepțiunea autorului, diferă de noțiunea de valoare a întreprinderii. Prin urmare, considerăm important de a delimita aceste două concepte, deoarece valoarea întreprinderii este un indicator al eficienței activității întreprinderii, utilizat de către proprietari în scopurile gestiunii întreprinderii și luării deciziilor de gestiune, iar valoarea de piață a întreprinderii este utilizată în procesul de înstrăinare a întreprinderii.

Pentru a contura diferența între aceste concepte, în continuare vom preciza definiția conceptului de *valoare de piață a întreprinderii* care *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* [p. 1.1, publicația autorului [23]].

5. Problema creșterii valorii întreprinderii poate fi rezolvată prin implementarea unei noi metode de gestiune a întreprinderii, și anume gestiunea valorii întreprinderii. Analiza concepțiilor existente cu privire la gestiunea valorii unei întreprinderi au determinat autorul de a dezvolta definiția noțiunii de *gestiune a valorii întreprinderii* ca fiind *o metodă de conducere, care presupune un proces ciclic și continuu de decizii strategice și operative la toate nivelurile întreprinderii (de la consiliu de administrație până la managerii de nivel operațional) în vederea maximizării valorii actuale și viitoare a întreprinderii, bazat pe un sistem de indicatori interdependenți cu impact asupra valorii.* Într-o accepțiune mai simplă, prin gestiunea valorii

subînțelegem totalitatea deciziilor și măsurilor îndreptate spre schimbarea valorii curente a întreprinderii [p. 1.2].

6. Analiza teoriilor și modelelor existente cu privire la gestiunea valorii întreprinderii ale savanților F. Modigliani, M. Miller, A. Rappaport, B. Stewart, D. Stern, A. Damodaran, T. Copeland, T. Koller, D. Murrin, I. Egherev, S. Mordașov, A. Secrieru, V. Savciuc, au conturat următoarele determinante de bază ale valorii: fluxurile monetare așteptate; riscul investițiilor, valoarea atragerii și deservirii capitalului; potențialul așteptat de creștere (extindere) a întreprinderii; posibilitatea de apariție și existență a efectelor benefice în viitor [p. 1.2, publicația autorului [92]].

7. În situație de criză, valoarea întreprinderii constituie un indicator de bază în evaluarea situației financiare a întreprinderii, competitivității sale și a echilibrului intereselor între diferite părți interesate în activitatea întreprinderii (acționari, manageri, creditori, stat etc.).

În baza rezultatelor cercetării criteriilor și caracteristicilor situațiilor de criză, autorul a argumentat mecanismul depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii, care conține trei vectori de acțiune:

– controlul evoluției valorii întreprinderii prin crearea modelului de gestiune strategică a valorii, prin care vom neutraliza criteriul de amenințare al crizei;

– crearea sistemului de diagnosticare a distrugerii de valoare, prin care vom neutraliza criteriul de imprevizibilitate al crizei;

– intervenția imediată în gestiunea crizei prin crearea modelului de gestiune operativă a valorii întreprinderii, prin care vom neutraliza criteriul deficitului de timp pentru reacție al crizei [p. 1.3, publicația autorului [24, 25]].

8. În urma aplicării modelului de gestiune operativă a valorii asupra întreprinderilor industriale din Republica Moldova, și generalizând rezultatele obținute în cadrul matricei de poziționare financiară „RCS-g”, constatăm o înrăutățire a situației financiare a întreprinderilor, și anume: în anul 2013 majoritatea întreprinderilor industriale înregistrau o creștere intensivă, dar se confruntau cu problema deficitului de resurse, iar în anul 2017 majoritatea întreprinderilor înregistrează o creștere lentă sau chiar declin în activitate, pe fonul unui excedent de resurse [p. 2.2, publicația autorului [22]].

9. În urma aplicării practice a modelului de gestiune strategică a valorii, putem menționa următoarele: la majoritatea societăților pe acțiuni problema distrugerii de valoare constă în faptul că: a) întreprinderile nu-și acoperă cheltuielile cu capitalul din contul profitului operațional; b) creșterea activelor nete, care nu generează o rentabilitate adecvată capitalului. Concluzionăm că

problema distrugerii de valoare la întreprinderile industriale autohtone este lipsa unei structuri optime a capitalului [p. 2.2, publicația autorului [19, 25]].

10. Rezultatele practice ale cercetării efectuate, ne-au permis stabilirea următoarelor direcții în vederea gestiunii proceselor de crearea a valorii în cadrul întreprinderilor industriale autohtone:

– majorarea rentabilității capitalului propriu prin: antrenarea în procesul de producție a tuturor activelor întreprinderii, iar activele neutilizate de a fi vândute, asigurarea unui randament înalt al activelor întreprinderii, reducerea costurilor în vederea obținerii unui profit suficient pentru acoperirea costului capitalului solicitat de către acționari. De exemplu: Beermaster S.A., Fabrica de brânzeturi din Soroca S.A., Fabrica de unt din Florești S.A., Floarea-Soarelui S.A., Incomlac S.A., Moldovahidromaș S.A., Sudzucker Moldova S.A., Supraten S.A., Vinăria Bardar S.A., Viorica-Cosmetic S.A.;

– asigurarea unui ritm de creștere al profitului net care ar devansa creșterea capitalului propriu, în caz contrar, profitul înregistrat nu va permite de a acoperi costul capitalului propriu. De exemplu: Beermaster S.A., Fabrica de vinuri Slobozia Mare S.A., Imperial Vin S.A., Ionel S.A., Magistrala S.A., Mezon S.A., Moldovahidromaș S.A., Pielart S.A., Taxi Service S.A., Tricon S.A.;

– înlocuirea capitalului propriu, care este mai scump, cu capital atras, fie cu plată, fie gratis, costul căruia va fi evident mai mic decât costul capitalului propriu. În acest context recomandăm o structurare optimă a capitalului întreprinderii. De exemplu: Floarea-Soarelui S.A., Incomlac S.A., Glass Container Company S.A., Sudzucker Moldova S.A., Tutun-CTC S.A. [p. 2.2, publicația autorului [25]].

11. Aplicând *modelul econometric de estimare a valorii* întreprinderilor autohtone, elaborat de autor, am stabilit existența unei legături între valoarea fundamentală a capitalului propriu și profitului rezidual net actualizat cu capitalizarea de piață a societăților pe acțiuni. În baza coeficienților de regresie estimați putem concluziona că fiecare leu suplimentar al valorii de bilanț a capitalului propriu sporește capitalizarea întreprinderii cu 0,51 lei, iar fiecare leu suplimentar al profitului rezidual sporește cu 0,74 lei capitalizarea de piață a întreprinderii [p. 2.3, publicația autorului [87, 129]].

12. În condițiile Republicii Moldova utilizarea valorii întreprinderilor atât în calitate de componentă a deciziilor de gestiune, cât și în scopurile prevenirii crizei și gestiunii întreprinderii în situație de criză, este însoțită de o serie de probleme cu caracter metodologic și aplicativ [p. 3.1, publicația autorului [19, 23]].

13. Reieșind din cercetările efectuate, autorul a constatat că cheltuielile înalte cu capitalul constituie o piedică în dezvoltarea întreprinderilor industriale din Republica Moldova, iar acestea nu dispun de politici și tehnici de stabilire a structurii optime a capitalului. Însă, gestionarea prudentă și rațională a structurii capitalului întreprinderii constituie un instrument managerial important și de utilitate maximă în condițiile dezvoltării mediului corporativ autohton, reieșind din următoarele considerente:

– în primul rând, structura capitalului este un instrument de creare a valorii întreprinderilor, deoarece în urma analizei minuțioase a structurii capitalului întreprinderilor autohtone, putem depista rezerve esențiale de maximizare a valorii acestora;

– în al doilea rând, structura capitalului este un instrument de dezvoltare strategică a întreprinderii, prin atragerea surselor de finanțare mai ieftine decât cele existente, și respectiv contribuie la utilizarea deplină a potențialului întreprinderii;

– în al treilea rând, structura capitalului este un instrument de redresare a întreprinderilor aflate în situație de criză [p. 3.2, publicația autorului [15, 19, 22]].

14. Rezultatele analizei structurii capitalului la întreprinderile analizate ne demonstrează faptul că capitalul propriu este sursa dominantă de finanțare a activității întreprinderilor. La 95% din întreprinderile analizate, capitalul propriu este mai mare de 50% din total pasiv al întreprinderii. În structura capitalului întreprinderilor analizate, mărimea medie a capitalului propriu pentru anul 2012 a constituit 64%, respectiv a datoriilor 36%, iar pentru anul 2017 – 73%, respectiv 27%. Rezultatele analizei confirmă tendința de creștere a ponderii capitalului propriu în structura capitalului întreprinderilor autohtone cu 9% de-a lungul perioadei analizate.

Însă un rezultat contradictoriu înregistrează evoluția valorii medii a CMPC, care de-a lungul perioadei analizate scade de la 15,34% în 2012 la 13,99% în anul 2017. De obicei, odată cu creșterea ponderii capitalului propriu în pasivul întreprinderii, are loc o creștere a CMPC. Rezultatul contradictoriu este datorat specificului mediului macroeconomic din Republica Moldova, și se datorează diminuării semnificative în ultimii ani a ratelor medii la depozitele bancare și a ratei de bază a BNM [p. 3.2, publicația autorului [15, 19, 22]].

În procesul cercetării temei și ca finalitate a concluziilor formulate, am elaborat o serie de *recomandări* ce vizează diverse nivele decizionale, precum și factori decizionali, și anume:

I. De ordin teoretico-științific:

1. În urma cercetării sistemice a etapelor situațiilor de criză în corelare cu valoarea întreprinderii, autorul a formulat următoarele propuneri privind identificarea etapelor crizei organizaționale în baza evoluției indicatorilor valorii, după cum urmează:

– *criza strategiei*, când are loc o reducere nesemnificativă a valorii întreprinderii, iar valoarea întreprinderii este superioară capitalului propriu;

– *criza rezultatelor*, când valoarea întreprinderii este egală sau inferioară capitalului propriu, dar valoarea întreprinderii este superioară datoriilor întreprinderii;

– *criza lichidității*, când valoarea întreprinderii se echivalează cu valoarea datoriilor;

– *criza falimentului*, când valoarea întreprinderii este inferioară mărimii datoriilor întreprinderii [p. 1.3, publicația autorului [26, 93]].

2. În procesul *stabilizării financiare a întreprinderii*, autorul consideră necesar de a examina întreprinderea la diferite etape ale ciclului de viață în baza a trei dimensiuni financiare: lichiditatea, riscul și valoarea. În opinia autorului, dimensiunile selectate reflectă într-un mod sintetic calitatea capitalului întreprinderii și, fiind analizate în ansamblu, sunt indispensabile pentru înțelegerea caracteristicilor funcționării capitalului și identificarea modificărilor în calitatea capitalului întreprinderii. Astfel, autorul stabilește o serie de indicatori care trebuie monitorizați în dependență de etapa ciclului de viață a întreprinderii [p. 2.1, publicația autorului [20, 26, 93]].

3. *Migrarea către gestiunea întreprinderii în baza principiilor valorii*, după părerea noastră, trebuie examinată ca o inovare științifică și managerială în 2 aspecte: inovare în analiza financiară, care presupune schimbări în principiile și metodele de măsurare a rezultatelor financiare ale activității întreprinderii, și anume trecerea de la modelul contabil la modelul financiar de analiză; inovare în sistemul instrumentelor de gestiune, care presupune integrarea filosofiei valorii în sistemele procesului decizional la toate nivele structurii corporative [p. 3.3, publicația autorului [18]].

II. De ordin metodologic:

4. Pentru atingerea scopului principal al gestiunii valorii întreprinderii în situație de criză, adică recuperarea situației financiare a întreprinderii și minimizarea reducerii valorii ei, autorul a elaborat și propune spre implementare modelul de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, format din trei nivele decizionale de bază:

– implementarea unui sistem de monitorizare a valorii, care va semnaliza managementul întreprinderii privind evoluția valorii, care se va realiza prin: diagnosticul-expres a declanșării crizei și stabilizarea situației financiare interne în dependență de perioada ciclului de viață.

– implementarea unui sistem de pilotaj al valorii, care se va realiza prin: gestiunea operativă a valorii (pe termen scurt) și gestiunea strategică a valorii (pe termen lung).

– implementarea sistemului de control al valorii, prin: evaluarea rezultatelor de tip planificat-realizat și corectarea obiectivelor financiare, a setului și mărimilor indicatorilor [p. 1.3, publicația autorului [93]].

5. Pentru rezolvarea sarcinilor decizionale ale nivelului întâi, *nivelul de monitorizare a valorii*, autorul recomandă soluționarea problemei mecanismului de *diagnosticare a situației de criză*, pe două căi, care se bazează pe: metodele de evaluare a întreprinderii și criteriul profitului economic.

În cadrul utilizării metodelor de evaluare a întreprinderii, demersul autorului este fundamentat pe faptul că valoarea fundamentală curentă a întreprinderii reprezintă etapa inițială și, în același timp, punctul de control în gestiunea crizei. Respectiv, în funcției de evoluția valorii fundamentale a întreprinderii, putem semnaliza incipient și prematur despre viitoarea intrare a întreprinderii în criză, și în acest context, propunem delimitarea a patru stări a situației financiare a întreprinderii: creștere, declin, simptome de înrăutățire – perspective de dezvoltare pe termen scurt, simptome de îmbunătățire – perspective de dezvoltare pe termen lung.

În cadrul utilizării criteriului profitului economic, demersul autorului este fundamentat pe faptul că distrugerea valorii întreprinderii este determinată de mărimea critică a indicatorilor financiari cheie ai întreprinderii, examinați în cadrul modelelor de gestiune a valorii întreprinderii. În acest context, autorul propune mecanismul de stabilire a punctului critic al distrugerii valorii întreprinderii, bazat pe ipoteza profitului economic egal cu zero [p. 2.1, publicația autorului [93, 94]].

6. Pentru soluționarea sarcinilor decizionale concrete ale nivelului doi, *nivelul de pilotaj al valorii*, al sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză, în funcție de existența a două modele de analiză a activității întreprinderii, autorul propune de a distinge două subnivele: *gestiunea operativă a valorii și gestiunea strategică a valorii*.

Modelul de gestiune operativă a valorii, poate fi utilizat în gestiunea primară a valorii întreprinderii sau în cazul unor afaceri mici, și se bazează pe analiza contabilă tradițională a activității întreprinderii. În cadrul gestiunii operative a valorii întreprinderii, autorul propune utilizarea modelului creșterii sustenabile, în cadrul căruia este integrat modelul Du Pont, și matricei de poziționare financiară a întreprinderii. Modelul creșterii sustenabile, permite urmărirea întregii activități a întreprinderii și pliază sistemul decizional al întreprinderii pe două dimensiuni principale: politica operațională și politica de finanțare.

Modelul de gestiune strategică a valorii este bazat pe modelul financiar de analiză a activității întreprinderii și corespunde unui anumit nivel conceptual de dezvoltare a întreprinderii. În cadrul gestiunii strategice a valorii întreprinderii, autorul propune utilizarea

indicatorilor eficienței strategice a întreprinderii, adică: indicatorii profitului rezidual și indicatorii randamentului de piață a întreprinderii [p. 2.2, publicația autorului [22, 24, 87, 94]].

7. Pentru dezvoltarea nivelului trei, *nivelul de control al valorii*, autorul propune conturarea pronunțată a sistemului decizional al întreprinderii axat pe două direcții de bază:

– integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional al întreprinderii. Bazându-se pe structura decizională a societății corporative moderne, integrarea se va efectua la două nivele: nivelul analizei strategice și la nivelul analizei tactice;

– stabilirea sistemului decizional de control a valorii, scopul căruia este asigurarea sarcinii creșterii pe termen lung a valorii capitalului proprietarilor întreprinderii [p. 3.3, publicația autorului [18]].

III. De ordin practic:

8. Pentru soluționarea problemei *determinării structurii optime a capitalului*, autorul a elaborat și propune spre implementare modelul de estimare a structurii optime a capitalului aplicabil în condițiile Republicii Moldova, care se bazează pe stabilirea unor indicatori de risc. Pentru automatizarea mecanismului de determinare a structurii optime a capitalului, autorul a elaborat un program de calcul tabelar în pachetul Excel Microsoft Office, scopul căruia este de a identifica în mod automatizat structura optimă a capitalului în baza introducerii unor date inițiale [p. 3.2].

9. Pentru *stabilirea sistemului decizional de control al valorii*, autorul pledează pentru crearea în cadrul întreprinderii a *centrelor de valoare*, care presupune crearea unui sistem de planificare și control în baza centrelor de responsabilitate financiară având la bază obiectivul sporirii valorii sau a profitului economic.

În componența centrelor de valoare intră centrele de responsabilitate financiară: centrele de profit, venituri și costuri. Sistemul decizional în cadrul centrului de valoare este axat pe deciziile strategice, iar în cadrul centrelor de responsabilitate financiară pe deciziile operaționale [p. 3.3, publicația autorului [18]].

10. Pentru înlăturarea obstacolelor existente la momentul actual în vederea gestionării valorii întreprinderii, autorul consideră oportună implicarea următoarelor autorități: Ministerului Economiei și Infrastructurii – în perfectarea și racordarea cadrului normativ existent în domeniul evaluării la necesitățile actuale ale pieței; organizațiilor profesioniste de evaluatori – elaborarea standardelor naționale de evaluare a întreprinderii; Comisia Națională a Pieței Financiare - asigurarea informațională a evaluării afacerii prin crearea sistemului de diseminare a informației de către societățile pe acțiuni, ceea ce va permite mărirea calității procesului de evaluare,

acumulării datelor statistice despre companiile autohtone, dar și de a mări încrederea investitorilor [p. 3.1, publicația autorului [19]].

În ceea ce privește perspectivele cercetării efectuate, considerăm că problematica gestiunii valorii întreprinderii, ca o inovare în metodele de gestiune și managementul strategic al întreprinderii, este deosebit de complexă, în continuă dezvoltare și permite de a crea modele și algoritmi noi de argumentare a deciziilor strategice. Considerăm că sistemul de indicatori și modelele de analiză propuse, integrează diferite aspecte ale activității întreprinderii într-o tehnologie unică de soluționare a problemelor existente și vor permite managementului întreprinderilor autohtone de a mări calitatea gestiunii acestora, de a facilita procedurile de adoptare a deciziilor și de a asigura o dezvoltare sustenabilă în viitor.

BIBLIOGRAFIE

Referinţe bibliografice în limba română

1. ALBU, I. *Analiza factorială a valorii de piață a imobilului locativ tipizat*: teza de doctor în economie. Coord.: Nicolae Țurcanu. Chișinău, 2006. 129 p.

2. ALBU, I., ALBU, S. Evaluatorul și activitatea de evaluare în Republica Moldova. In: *Conferința Tehnico-Ştiințifică Jubiliară a Colaboratorilor, Doctoranzilor și Studenților,* 8-9 octombrie 2004. Universitatea Tehnică a Moldovei. Chişinău: UTM, 2004, vol. 1, pp. 260-261. ISBN 9975-9841-0-X.

3. ALBU, S., ALBU, I. Problemele temporale de evaluare a valorii de piață. In: *Conferința Tehnico-Ştiințifică Jubiliară a Colaboratorilor, Doctoranzilor și Studenților*, 8-9 octombrie 2004. Universitatea Tehnică a Moldovei. Chişinău: UTM, 2004, vol. 1, pp. 262-263. ISBN 9975-9841-0-X.

4. ALBU, S. Aspecte de instruire a evaluatorilor. In: *Analele ştiinţifice ale Universităţii de Stat din Moldova. Seria Ştiinţe socio-umanistice.* Chișinău, 2006, vol. 4, pp. 170-175. *ISSN* 1857-2588.

5. ALBU, S. *Evaluarea și gestiunea eficientă a patrimoniului public în Republica Moldova*: teza de doctor habilitat în economie. Universitatea Tehnică a Moldovei. Chișinău, 2012. 232 p.

6. ALBU, S. Reglementarea procesului de evaluare a proprietății. In: *Analele ştiinţifice ale Universităţii de Stat din Moldova. Seria Ştiinţe socio-umanistice*. Chișinău, 2006, vol. 4, pp. 165-169. *ISSN* 1857-2588.

7. ALBU, S. *Valoarea patrimoniului. Problemele aprecierii și gestiunii:* monografie. Chișinău: UTM, 2009. 183 p. ISBN: 978-9975-45-120-8.

8. ASOCIAŢIA NAŢIONALĂ A EVALUATORILOR AUTORIZAŢI DIN ROMÂNIA. *Ghiduri de evaluare. Ghiduri metodologice de evaluare.* București, 2012. 76 p. ISBN 978-973-0-21618.

9. ASOCIAŢIA NAŢIONALĂ A EVALUATORILOR AUTORIZAŢI DIN ROMÂNIA. *Standarde de evaluare a bunurilor*. București, 2016. 264 p. ISBN 978-973-0-21517-5.

10. ANGHEL, ION. *Evaluarea întreprinderii.* Coord.: Sorin V. STAN, Ion ANGHEL. Bucureşti: IROVAL, 2013. 307 p. ISBN 978-606-8316-17-8.

11. APPRAISAL INSTITUTE. *Evaluarea proprietății imobiliare.* Ediția a 13-a în limba română. București: ANEVAR, 2011. 289 p. ISBN 978-973-0-21584.

12. BABII, Leonid. Aspectul analizei levierului financiar ca indicator de evaluare a riscului întreprinderii. In: *Buletinul ştiinţific al Universităţii de Stat "Bogdan Petriceicu Haşdeu" din Cahul. Seria Ştiinţe economice*. 2015, nr. 1 (13), pp. 49-52. ISSN 1875-2723.

13. BĂNCILĂ, Natalia. *Teoria şi practica de evaluare a unităţilor economice în baza cerinţelor actuale bancare*: teza de doctor hab. în ştiinţe economice. Chişinău, 2007. 302 p.
14. BĂNCILĂ, Natalia. Perfecţionarea activităţii de evaluare în Republica Moldova. In: *Analele Ştiinţifice ale Academiei de Studii Economice din Moldova*. Chişinău, 2012, nr. 10, pp. 126-130. ISSN 1857-1433.
15. BĂNCILĂ, Natalia, GANEA, Victoria, MĂRGINEANU, Aureliu. Reglementarea activităţii de evaluare în băncile comerciale. In: *Analele Ştiinţifice ale Academiei de Studii Economice din Moldova*. Chişinău, 2014, nr. 1, pp. 180-185. ISSN 1857-1433.
16. BĂNCILĂ, Natalia, MIHALACHI Ruslan, ULIAN Galina. Predicţia riscului de faliment al firmei. In: *Economie şi Sociologie*. 2012, nr. 3, pp. 92-97. ISSN 1857-4130.
17. BARRETT, A. Slade. Evaluarea clădirilor de birouri. O perspectivă actuală. Bucureşti: IROVAL, 2012. 178 p.
18. BEŞLIU, Iu. Perfecţionarea mecanismului financiar-decizional de gestiune a valorii în întreprinderile din Republica Moldova. In: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor şi a zonelor transfrontaliere*. Iaşi: Ed. Performantica, 2017, vol. XXX, pp. 40-52. ISBN 978-606-685-554-9.
19. BEŞLIU, Iu. Probleme şi restricţii în evaluarea şi gestiunea valorii întreprinderilor: aspecte teoretice şi practice Republicii Moldova. In: *Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile integrării în UE*: materialele conferinţei ştiinţifice internaţionale, 16-17 septembrie 2016, Bălţi. Iaşi: PIM, 2017. pp. 321-328. ISBN 978-606-13-3642-5.
20. BEŞLIU, Iu. Particularităţile gestiunii financiare a valorii întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viaţă. In: *Ştiinţă, educaţie, cultură = Наука, образование, культура*: международная научно-практическая конференция, посвященная 26-ой годовщине Комратского государственного университета, 10 февраля 2017 года. Комрат: Комратский государственный университет, 2017, cc. 17-19. ISBN 978-9975-83-028-7, ISBN 978-9975-83-040-9.
21. BEŞLIU, Iu. Evoluţia instrumentelor financiare de gestiune a valorii întreprinderii. In: *Perspectivele şi Problemele Integrării în Spaţiul European al Cercetării şi Educaţiei*: conferinţa ştiinţifică internaţională, 7 iunie 2017. Universitatea de Stat "Bogdan Petriceicu Hasdeu" din Cahul. Cahul: Centrografic, 2017, pp. 139-142. ISBN 978-9975-88-019-0, ISBN 978-9975-88-020-6.
22. BEŞLIU, Iu. Modelul gestiunii operative a valorii întreprinderii. In: *Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile*

integrării în UE: materialele conferinţei ştiinţifice internaţionale, 15-16 septembrie 2017. Bălţi: US "Alecu Russo", 2018, pp. 11-16. ISBN 978-9975-50-215-3.

23. BEŞLIU, Iu. Dimensiuni financiare ale valorii întreprinderii: evoluție, actualitate și practica Republicii Moldova. In: *Competitivitatea şi inovarea în economia cunoaşterii*: conferința ştiinţifică internaţională, 22-23 septembrie 2017. Chişinău : ASEM, 2018. pp. 156-163. ISBN 978-9975-75-892-5.

24. BEŞLIU, Iu. Examinarea crizelor ciclurilor de viață în contextul gestiunii valorii întreprinderii. In: *Aspecte ale dezvoltării potențialului economico-managerial în contextul asigurării securităţii naţionale*: materialele conferinței științifice internaționale, 30 noiembrie-01 decembrie 2018. Bălţi, Iaşi: PIM, 2019, pp. 27-35. ISBN 978-606-13-4996-8.

25. BEŞLIU, Iu**.** Rolul managementului valorii întreprinderii în depășirea situațiilor de criză. In: *Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători*: conferința ştiințifică a doctoranzilor, ediția a VI-a, 15 iunie 2017. Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei. Chișinău, 2017, pp. 225-229. ISBN 978-9975-108-15-7.

26. BEŞLIU, Iu. Abordarea situațiilor de criză prin optica valorii întreprinderii. In: *Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători*: conferința ştiințifică a doctoranzilor, ediția a VII-a, 15 iunie 2018. Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei, 15 iunie 2018, Chișinău, 2018, pp. 241-246. ISBN 978-9975-108-46-1.

27. BRAN, P. *Economica valorii*. Bucureşti: Editura ASE, 2002. 312 p. ISBN 9735940841.

28. BRĂILĂ, Alexandru. *Modelarea matematică a proceselor economice (lucrări de laborator).* Chișinău: Editura Evrica, 1997. 116 p.

29. BUCĂTARU, D. *Abordări şi metode de evaluare a întreprinderii*. Iași: Editura Tipo Moldova, 2016. 252 p. ISBN 978-606-676-874-0.

30. BURLACU, N., TCACI, C. *Viabilitatea întreprinderii prin managementul anticriză*. Universitatea Liberă Internațională din Moldova. Chișinău, 2012, 291 p. ISBN: 978-9975-124-06-5.

31. BUZU, O. Aspecte social-economice ale evaluării bunurilor imobile în scopul impozitării. In: *Conferința Tehnico-Ştiințifică Jubiliară a Colaboratorilor, Doctoranzilor şi Studenților,* 8-9 octombrie 2004. Universitatea Tehnică a Moldovei. Chişinău: UTM, 2004, vol. 1, pp. 286-287. ISBN 9975-9841-0-X.

32. BUZU, O. ș.a. *Metodologia evaluării terenurilor cu destinație agricolă*. Chișinău, 2000. 105 p.

33. BUZU, O., MATCOV, A. *Evaluarea bunurilor imobiliare: teorie și practică.* Chișinău, 2003. 214 p.

34. CARAGANCIU, A., SECRIERU, A. Costul capitalului în Republica Moldova: particularități, tendințe și contradicții. In: *Revista Economică*. 2003, nr. 2 (10), pp. 96-105. ISSN 1582-6260.

35. CHAMPNESS, Peter. Standarde Profesionale Europene Aprobate pentru Evaluarea Proprietatilor Imobiliare. IROVAL, 1998. 410 p.

36. CHETRARU, A. Tehnici de calcul a primei de control în cadrul evaluării acțiunilor. In: *Probleme actuale ale dezvoltării social - economice a Moldovei și experiența de dezvoltare a altor tari in acest domeniu*: conferința științifica internaționala 24 noiembrie 2006. Universitatea de Stat din Moldova. Chișinău: USM, pp. 282-286.

37. CHETRARU, A. Tipologia valorilor acțiunilor în contextul evaluării. In: *Studia Universitas, Seria științe Sociale*. USM. 2008, februarie.

38. CHETRARU, A., ENICOV, I. Calculul indicilor de actualizare în estimarea acțiunilor. In: *Probleme și strategii de dezvoltare ale sistemului financiar*: simpozionul științific internațional. Chișinău: IEFS, 2006, pp. 238-244. ISBN 978-9975-9562-2-2.

39. COBZARI, L. *Restructurarea financiară și tendințele ei în condițiile actuale*. Chișinău: Complexul editorial poligrafic al ASEM, 1999. 271 p. ISBN 9975-75-042-7.

40. COMITETUL PENTRU STANDARDE INTERNAȚIONALE DE EVALUARE (IVSC). *Standarde de Evaluare Internaționale*. Traducere în limba română. Asociația Națională a Evaluatorilor din România. Ediţia a IX-a, 2014.

41. CRIVII, A., VASCU, A. *Evaluarea întreprinderilor*. Ed. a V-a. ANEVAR, 1999.

42. DEACONU, A., BUGLEA, A., ANGHEL, I., coord. *Diagnosticul și evaluarea întreprinderii*. Cluj-Napoca: Editura Risoprint, 2013.

43. DEACONU, A., MANAȚE, D., coord. *Studii de caz pentru evaluarea proprietăților.* Cluj-Napoca: Editura Risoprint, 2013. 161 p. ISBN 978-973-53-0947-3.

44. DUMITRESCU, D., DRAGOTĂ, V. Evaluarea întreprinderilor. Lucrări aplicative, studii de caz. București: Editura Economică, 2000. 192 p.

45. DUMITRESCU, D., DRAGOTĂ, V. *Evaluarea întreprinderilor: metode, tehnici, incertitudine, valoare*. București: Editura Economică, 2000. 208 p. ISBN 973-59-026-7-2.

46. GANEA, V., COPĂCEANU, C. Reflecții asupra posibilităților de optimizare a surselor de finanțare a agentului economic. In: *Economie și Sociologie*. 2012, nr. 2, pp. 173-178. ISSN 1857-4130.

47. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova despre aprobarea Regulamentului cu privire la asanarea, reorganizarea și lichidarea întreprinderilor insolvabile: nr. 761 din 13.10.1994. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 1994, nr. 13, art. 112.

48. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova despre aprobarea Regulamentului provizoriu privind evaluarea bunurilor immobile: nr. 958 din 04.08.2003. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2003, nr. 177-181, art. 1006.

49. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova despre măsurile de realizare a Legii cu privire la Programul de privatizare pentru anii 1997-1998: nr. 1056 din 12.11.1997. Anexa nr. 6. Indicații metodologice privind determinarea valorii estimative a complexului patrimonial al întreprinderii și stabilirea prețului de vânzare a patrimoniului statului. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 1998, nr. 2-4, art. 2.

50. Hotărârea Guvernului Republicii Moldova: nr. 293 din 30 aprilie 1992. Indicații metodice pentru evaluarea patrimoniului întreprinderilor și organizațiilor din Republica Moldova. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 1992, nr. 4, art. 107.

51. INSTITUTUL NAȚIONAL DE STANDARDIZARE ȘI METROLOGIE. *Standard Moldovean SM 249-2004. Sistemul unic de evaluare a patrimoniului: termini și definiții.* Chișinău: Departamentul Moldova Standard, 2004. 16 p.

52. IONIȚĂ, Ion. *Evaluarea sistemelor tehnico-economice*. București: Editura Economică, 2007. 250 p.

53. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *Îndrumar pentru evaluare. Evaluarea activelor necorporale*. București: Editura IROVAL, 2012. p.

54. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *Standarde Internaționale de Evaluare 2011*. Bucureşti: Editura IROVAL, 2011. 136 p.

55. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *Îndrumar pentru evaluare. Fluxul de numerar*. Bucureşti: Editura IROVAL, 2011. *ISBN* 978-606-8316-04-8.

56. Legea Republicii Moldova cu privire la activitatea de evaluare: nr. 989-XV din 18.04.2002. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2002, nr. 102, art. 773.

57. Legea Republicii Moldova cu privire la cadastrul bunurilor immobile: nr. 1543 din 25.02.1998. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 1998, nr. 44-46, art. 318.

58. Legea Republicii Moldova cu privire la societăţile cu răspundere limitată: nr. 135 din 14.06.2007. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 1997, nr. 38-39, art. 332.

59. Legea Republicii Moldova privind societăţile pe acţiuni: nr. 1134-XIII din 02.04.97. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2008, nr. 1-4, art. 1.

60. MARSHALL, A. *Principiile ştiinţei economice*. Traducere din engleză. M, 1993. p.

61. MIHAI, T., CHIVULESCU, M. *Ghid pentru diagnostic şi evaluare a întreprinderii. Corpul experţilor contabili din România*. Bucureşti, 1994. 235 p.

62. MIHAI, I. *Analiza situaţiei financiare a agenţilor economici*. Timişoara: Editura Mirton, 1997. 184 p. ISBN 973-578-254-5.

63. MOLDOVANU, D. *Doctrinele economice*. Ediţia a 3-a. Chişinău: Editura ARC, 2003. 260 p. ISBN 9975-61-278-4.

64. MUNTEAN, N., FRATEA, N., TOLMATSCHI, S. Locul evaluării în sistemul de gestiune a riscurilor întreprinderii. In: *Competitivitatea şi inovarea în economia cunoaşterii*: conferinţa ştiinţifică internaţională, 25-26 septembrie 2009. Chişinău: ASEM, 2009, vol. II, pp. 216-220. ISBN 978-9975-75-488-0.

65. NICA, Dumitru, coord. *Evaluarea întreprinderii*. Bucureşti: Editura Fundaţiei „România de Mâine", 2007. p.

66. *Noul Dicţionar Universal al Limbii Române*. București: Editura Litera Internațională, 2006. 1676 p. ISBN 9789736753077.

67. ONOFREI, M. *Management financiar*. Ediţia a II-a. Bucureşti: Editura C.H. BECK, 2007. 128 p. ISBN 9789731151496.

68. PECICAN, E. *Econometrie* : manual universitar destinat studentilor ciclului I de licenţă Bucureşti: C. H. Beck, 2006. 249 p. ISBN 9789736559518.

69. Regulamentul cu privire la evaluarea bunurilor imobile. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2003, nr.167-169, art. 22.

70. Regulamentului cu privire la activitatea de estimare a valorilor mobiliare şi activelor ce se referă la ele, aprobat prin Hotărârea CNVM: nr. 36/9 din 27.12.2001. In: *Monitorul Oficial al Republicii Moldova*. 2002, nr. 46-48, art. 105.

71. SAVCIUC, V. Unele propuneri vizând perfecționarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii. In: *Economica*. 2010, nr. 4 (74), pp. 68-74. ISSN 1810-9136.

72. SECRIERU, A., CHIURCCIU, M. Analiza riscului de faliment prin metoda scoring: metodologie şi rezultate empirice. In: *Revista Economică*. 2003, nr. 5 (13), pp. 44-50. ISSN 1582-6260.

73. SECRIERU, A. Mecanismul formării valorii în contextul globalizării. In: *Globalizarea şi educaţia economică universitară* : conferinţa internaţională, 24-27 octombrie 2002. Universitatea "Alexandru Ioan Cuza" din Iaşi. Iaşi, 2002, vol. 1, pp. 448-457. ISBN 973-835-33-2-7.

74. SECRIERU, A. *Sistemele financiare şi stimularea proceselor de obţinere a valorii*: monografie. Chişinău : Ediţia ASEM, 2005. 176 p. ISBN 9975-75-220-9.

75. SECRIERU, A. *Influenţe ale reformelor economice asupra finanţelor unităţilor economice:* teză de doctor habilitat în științe economice. Chișinău, 2005.

76. *Site-ul Oficial al Bursei de Valori a Moldovei* [citat 15 august 2018]. Disponibil: http://www.moldse.md

77. *Site-ul Oficial al Comisiei Naționale a Pieței Financiare* [citat 21 septembrie 2018]. Disponibil: http://www.cnpf.md

78. *Site-ul Oficial al Băncii Naționale a Moldovei.* Ratele medii ponderate ale dobânzilor la creditele noi acordate și ale depozitelor noi atrase și volumele aferente inclusive: raport [on-line]. [citat 21 august 2018]. Disponibil: http://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dpmc/DPMC4.xhtml

79. *Site-ul Oficial al Băncii Naționale a Moldovei.* Ratele medii ponderate ale dobânzii la VMS: raport [on-line]. [citat 21 august 2018]. Disponibil: https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dop/DOP5.xhtml

80. *Site-ul Oficial al Băncii Naționale a Moldovei.* Rata anuală a inflației: raport [on-line]. [citat 25 august 2018]. Disponibil: https://www.bnm.md/ro/content/rata-inflatiei-0

81. *Site-ul Oficial al* Biroului Național de Statistică. Valoarea producției industriale fabricate, pe tipuri de activități, anii 2014-2017: raport [on-line]. [citat 26 august 2019]. Disponibil: http://statbank.statistica.md/pxweb/pxweb/ro/40%20Statistica%20economica/40%20Statistica%20economica__14%20IND__IND020/IND020100.px/table/tableViewLayout1/?rxid=b2ff27d7-0b96-43c9-934b-42e1a2a9a774.

82. STAN, S., BENE, I. *Evaluarea proprietății imobiliare: a*plicații. București: Editura Iroval, Invel Multimedia, 2012. ISBN 978-606-8316-07-9.

83. STAN, S. Metode și uzanțe de evaluare a întreprinderilor. București: Teora, 1996. 118 p. ISBN 973-6012-646.

84. STAN, S., ANGHEL, I., coord. *Evaluarea întreprinderii*. București: Editura Iroval, 2014. 384 p. ISBN 978-6068-3162-2-2.

85. STANCIU, S. Evaluarea întreprinderii: suport de curs. FSEGA, 2016-2017.

86. COMITETUL PENTRU STANDARDE INTERNAŢIONALE DE EVALUARE. *Standardele Internaționale de Evaluare*. București: Ed. ANEVAR, 2003. 276 p. ISBN 973-0-03254-8.

87. TCACI, C., BEȘLIU, Iu. Cercetarea dependenței între indicatorii fundamentali ai valorii și capitalizarea de piață a întreprinderilor din Republica Moldova. In: *Creșterea economică în condițiile globalizării: modele de dezvoltare durabilă*: conferință internațională ştiințifico-practică, ediția a 12-a, 12-13 octombrie 2017. Chișinău: Complexul Editorial al INCE, 2017, vol. II, pp. 93-97. ISBN 978-9975-3171-2-2.

88. TEGOVA: *Standarde Profesionale Europene Aprobate pentru Evaluarea Proprietăților Imobiliare* [on-line]. Asociația Națională a Evaluatorilor din România ANEVAR, Institutul

Român de Cercetări în Evaluare IROVAL. 1998 [citat 23 septembrie 2019]. Disponibil: https://www.academia.edu/30230095/Evaluarea_Bunurilor_Imobile_Teorie_%C8%99i_Practic%C4%83

89. ȚURCANU, N. Metode de determinare a normei de capitalizare a veniturilor pentru evaluarea proprietății imobiliare. In: *Conferința științifică Academia Internațională de Drept Economic*. Secțiunea: Economie, aprilie 2002. Chișinău, 2002, pp. 13-14.

Referinţe bibliografice în limba engleză

90. ARNOLD, G. Tracing the Development of Value-Based Management. In: G. ARNOLD, M. DAVIES, eds. *Value-Based Management: Context and Application*. Hardcover: John Wiley & Sons, 2000, pp. 7-36. ISBN 978-0-471-89986-0.

91. ARNOLD, G., DAVIES, M., eds. *Value-based Management: Context and Application*. Hardcover: John Wiley & Sons, 2000. 388 p. ISBN 978-0-471-89986-0.

92. BEŞLIU, Iu. Financial Strategies of Enterprise Value Management. In: *The Journal Contemporary Economy*. 2017, volume 2, issue 4, pp. 131-140. ISSN 2537-4222.

93. BEŞLIU, Iu. Enterprise Value Management in Crisis Situation: Accounting and Financial Approaches. In: *Journal of Financial and Monetary Economics.* 2017, no. 4, pp. 249-257. ISSN 2392-9685.

94. BEŞLIU, Iu. The diagnosis of the crisis situation of the enterprise value and the particularities of its management. In: *The Journal Contemporary Economy*. 2018, vol. 3, issue 4, pp. 148-157. ISSN 2537-4222.

95. BEŞLIU, Iu**.** Value management - an efficient instrument for enterprise financial recovery. In: *Розвиток прикордонних регіонів в системі транскордонного співробітництва:* материалі міжнародноі науково-практичноі коференціі, 27-28 квітня 2017, Чернівці. Чернівці: Місто, 2017, cc. 244-246. ISBN 978-617-652-180-8.

96. BEŞLIU, Iu. The value management of the enterprise - delimitation between financial and accounting paradigm. In: *Simpozionul Ştiinţific al Tinerilor Cercetători*, ediţia a 15-a, 28-29 aprilie 2017. Chişinău: Departamentul Editorial-Poligrafic al ASEM, 2017, vol. 1, pp. 131-135. ISBN 978-9975-75-877-2.

97. *Betas by Sector* [on-line]. 2019, january [citat 18 septembrie 2019]. Disponibil: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

98. BLACK, A., WRIGHT, P., BACHMAN, J., DAVIS, J. *In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance*. London: Financial Times Management, First Printing, 1998. ISBN 978-0273630272.

99. CIARIAN, Walsh. *The key management ratios*. London: Pitman Publishing, 1996. 401 p. ISBN 9780273621973.

100.CLARK, Peter J., STEPHE, Neill. *The Value Mandate: Maximizing Shareholder Value Across the Corporation*. New York:AMACOM, 2001. 329 p**.** ISBN 978-0814406052.

101.COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons, 2000. 490 p. ISBN 0471361909.

102.*Country premium risk* [on-line] [citat 18 septembrie 2019]. Disponibil: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/CountryERPlist.htm

103.DAMODARAN, A. *An Introduction to Valuation* [on-line]. [citat 15 septembrie 2019]. Disponibil: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/

104. DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, Inc. 1994, october, 232 p. ISBN 978-0-471-10897-9.

105. DAMODARAN, A., GARVEY, M., ROGGI, O. *Risk taking: a corporate governance perspective* [on-line]. Washington: Corporate Governance Unit IFC, the World Bank Group, 2012, june, 61 p. [citat 24 martie 2019]. Disponibil: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c1946a49-1bf4-4b9d-835d-1cf207fa5b28/RiskGovJuly2012.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jzYVaS7

106. EDWARDS, E. O., BELL, P. W. *The Theory and Measurement of Business Income.* Berkeley and Los Angeles: University of California Press, 1961. 342 p. *ISBN* 9780520003767.

107. FINK, Steven. *Crisis Management: Planning for the Inevitable*. Los Angeles: Backinprint.com, 2000. 264 p. ISBN 978-0-595-09079-2.

108. FREEMAN, E. R. *Strategic management: a stakeholder approach*. New York: Cambridge University Press, 2010. pp. 53-56. ISBN 9780511815768.

109. GREINER, Larry E. Evolution and Revolution as Organizations Grow. In: *Harvard Business Review*. 1998, nr. 5, may-iune, pp. 1-12 [citat 18 aprilie 2019]. Disponibil https://charlesmcelveen.com/wp-content/uploads/2018/06/Evolution-and-Revolution-as-Organizations-Grow.pdf

110. HERMANN, C. F. Some consequences of crisis which limit the viability of organization. In: *Administrative Science*. 1963, no. 8, pp. 61-82. ISSN 0001-8392.

111.HITT, A. Michael, IRELAND, R. Duane, HOSKISSON, Robert, A. *Strategic Management: Competitiveness and Globalization-Concepts and Cases.*11 th edition. Hardcover: Cengage Learning, 2014. 896 p. ISBN 978-1285425177.

112. JENSEN, M. C., MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*. 1976, october. 1976, vol. 3, no 4, pp. 305-360. *ISSN* 0304-405X.

113. JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. In: *Journal of Applied Corporate Finance*. 2001, no 14 (3), pp. 8-21. ISSN 1745-6622.

114. KAUFMAN, J. Jerry. *Value Management: Creating Competitive Advantage Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. Publisher: Free Press; 1997, 224 p.

115. LIEVEGOED, B. *Organisaties in ontwikkeling*. Rotterdam: Lemnis-caat, 1969. p.

116. MARSH, D.G. Making or Breaking Value. In: *New Zealand Management*. 1999, march, pp. 58-69.

117. MARTIN, John D., PETTY, J. William. *Value Based Management: Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Oxford: Oxford University Press Inc, 2001. 356 p .

118. MILLER, D., FRIESEN, P., MINTZBERG, H. *Organizations: A Quantum View*. Prentice Hall, 1984. 320 p. ISBN 0136419852.

119. MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [on-line]. In: *American Economic Review*. 1958, vol. 48, no 3, june, pp. 261-297 [citat 14 aprilie 2019] Disponibil: http:links.jstor.org/sici?sici=0002-

120. PENMAN, S. *Financial Statement Analysis and Security Valution* [on-line]. McGraw-Hill Irvin: N.Y., 2001. 52 p. [citat 14 aprilie 2019]. Disponibil: https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/spenman/vafs-8110/Accounting%20Clinic%20II.pdf

121. PITMAN, B. Leading for value. In: *Harvard Business Review* [on-line]. 2003, vol. 81, issue 4, pp. 41-46. [citat 20 martie 2019]. Disponibil: http://harvardbusinessonline.hbsp.harvard.edu/relay.jhtml?name=itemdetail&id=R0304B

122. RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. New-Work: Free Press, 1998. 205 p. ISBN 9780684844107.

123. *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread* [on-line]. 2019. [citat 18 septembrie 2018]. Disponibil: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

124. *Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios* [on-line]. 2019. 2 p. [citat 18 septembrie 2018]. Disponibil: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

125. ROBINSON, J. A. Crisis. In: *International Encyclopedia of the Social Sciences* [on-line]. 1968. [citat 12 decembrie 2016]. Disponibil: http://www.encyclopedia.com/topic/Crisis.aspx

126. SCHUMPETER, J. A. *Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press, 1934. 195 p.

127. STERN, Joel., SHIELY, John S., ROSS, Irwin. *The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization*. New York: Wiley & Sons, 2001. 250 p. ISBN 0-471-40555-8.

128. STEWART, Bennet G. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: HarperBusiness, London: Hi Marketing, 1999. 747 p.

129. TCACI, C., BEŞLIU, Iu. Value. Estimation Model of Enterprises in the Republic of Moldova. In: *Economie și sociologie*. 2017, nr. 4, pp. 44-52. ISSN 1857-4130.

Referinţe bibliografice în limba rusă

130.АДИЗЕС, И. *Управление жизненным циклом корпорации*. СПб.: Питер, 2011. 384 с. ISBN 978-5-00057-151-4.

131.АЙВАЗЯН, З., КИРИЧЕНКО, В. Антикризисное управление: принятие решений на краю пропасти. В: *Проблемы теории и практики управления*. 1999, № 4, с. 95. *ISSN* 0234-4505.

132.АКУЛИЧ, М.В. *Оценка стоимости бизнеса*. М.: Питер, 2015. 272 с.

133.АНСОФФ, И. *Стратегическое управление*. Науч. ред. и авт. предисл. Л. И. ЕВЕНКО. М.: Экономика, 1989. 519 с. *ISBN* 5-272-00210-5.

134.БОДИ, З., МЕРТОН, Р. *Финансы*. *М.*: Вильямс, 2007. 592 с. *ISBN* 978-5-9693-0089-7.

135.БРЕЙЛИ, Р., МАЙЕРС, С. *Принципы корпоративных финансов*. М.: ОЛИМП-БИЗНЕС, 1997. 1083 с. *ISBN* 5-901028-01-5.

136.БРИГХЕМ, Ю., ГАПЕНСКИ, Л. *Финансовый менеджмент*. *Т.*1. Перевод с английского под редакцией В. В. КОВАЛЕВА. СПб.: Экономическая школа, 1997. 497 с. *ISBN* 978-5-9693-0089-7.

137.БУСОВ, В.И., ЗЕМЛЯНСКИЙ, О.А. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)*: учебник для академического бакалавриата. М.: Люберцы Юрайт, 2016. 382 с. ISBN 978-5-534-00902-6.

138.БУХВАЛОВ, А. В., ВОЛКОВ, Д. Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. В: *Вестник Санкт-Петербургского Университета. Серия Менеджмент*. 2005, № 1 (8), сс. 26-44. ISSN 1605-7953.

139.ВАЛДАЙЦЕВ, С.В. *Оценка бизнеса*: учебник. 3-е издание. М: Издательства ТК Велби, Проспект, 2008. 576 с. ISBN 978-5-482-01720-3.

140.ВОЛКОВ, Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании. В: *Российский журнал менеджмента*. 2005, том. 3, № 2, сс. 3-42. *ISSN* 1729-7427.

141.ГРЕЙНЕР, Л. Е. Эволюция и революция в процессе роста организаций. В: *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент*. 2002, № 4, сс. 76-94. ISSN 1605-7953.

142.ГРЯЗНОВА, А.Г. *Оценка бизнеса*: учебник. Под ред. А.Г. ГРЯЗНОВА., М.А. ФЕДОТОВА. 2-е издание, перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2008. 736 с. ISBN 5-279-02586-0.

143.ГУЦУ, Е. Оценка стоимости компании: концепции, методология, мифы. In: *Dezvoltarea durabilă a României şi Republicii Moldova în contextul european şi mondial*: conferința științifică internațională, 22-23 septembrie 2006. Chișinău: ASEM, 2007, pp. 141-145. ISBN 978-9975-75-116-2.

144.ДАМОДАРАН, Асват. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов*. Пер с англ. 5-е издание. М: Альпина Бизнес Букс, 2008. 1340 с. ISBN 978-5-9614-4505-3.

145.ДАМОДАРАН, А. *Оценка стоимости активов*. Пер. с англ. П.А. САМСОНОВ. М.: Попурри, 2014. 272 с.

146.ЕГЕГРЕВ, И.А. Влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса). В: *Московский оценщик.* 2000, № 4, сс. 56-68.

147.ИВАШКОВСКАЯ, И.В. *Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров*: монография. М.: Инфра-М, 2012. 430 с. ISBN 978-5-16-004090-5.

148.ИВАШКОВСКАЯ, И. В., КОНСТАНТИНОВ, Г. Н., ФИЛОНОВИЧ, С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации. В: *Российский журнал менеджмента*. 2004, № 4, сс. 19-34. *ISSN* 1729-7427.

149.КАСЬЯНЕНКО, Т.Г., МАХОВИКОВА, Г.А. *Оценка стоимости машин и оборудования*: учебник и практикум для академического бакалавриата. М.: Издательство Юрайт, 2017. 495 с. ISBN 978-5-9916-2948-5.

150.КОЗЫРЬ, Ю.В. Идентификация объектов оценки в процедурах оценки бизнеса. В: *Вопросы оценки*. 2011, № 3, сс. 24-32. ISSN 2224-0764.

151.КОЗЫРЬ, Ю.В. *Стоимость компании: оценка и управленческие решения*: научно-практическое пособие. 2-е издание. М.: Изд-во Альфа-Пресс, 2009. 376 с. *ISBN* 978 5 94280 363 6.

152.КОЗЫРЬ, Ю. В. Оценка и управление стоимостью компании. В: *Рынок ценных бумаг*. 2000, № 19, сс. 23-32. ISSN 0869-6608.

153.КОРОТКОВ, Э.М. *Антикризисное управление*: учебное пособие. Под ред. *Э.М. КОРОТКОВА.* М.: ИНФРА-М, 2012. 240 с. ISBN 978-5-16-003005-0.

154.КОСОРУКОВА, И.В. *Цена и стоимость бизнеса в России: анализ, влияние факторов и взаимодействие*. М.: Московский финансово-промышленный университет Синергия, 2013. 160 с. ISBN

155.КОУПЛЕНД, Т., КОЛЕР, Т., МУРИН, Дж. *Стоимость компаний: оценка и управление*. Пер. с англ. 3-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2008. 576 с. *ISBN* 5-901028-98-8.

156.КУДИНА, М.В. *Теория стоимости компании*. М.: ИД Форум-Инфа-М, 2013. 368 с. ISBN 978-5-8199-0431-2, 978-5-16-004161-2.

157.МЕРТЕНС, А. Стоимость компании в теории и на практике. В: *Финансовый директор*. 2002, № 5, сс. 36-38.

158.МОДИЛЬЯНИ, Ф., МИЛЛЕР, М. *Сколько стоит фирма? Теорема ММ*. Пер. с англ. 2-е изд. М. : Дело, 2001. 272 с. *ISBN* 5-7749-0152-1.

159.МОРДАШОВ, С. Рычаги управления стоимостью компании. В: *Рынок ценных бумаг*. 2001, № 15, сс. 25-39. ISSN 0869-6608.

160.МОЧУЛАЕВ, В. Е. Расчет собственного оборотного капитала и учет его фактического значения при определении стоимости предприятия. В: *Молодой ученый*. 2013, № 1, сс. 165-169. ISSN 2072-0297.

161.*Оценка стоимости бизнеса: актуальные вопросы теории и практики*. Под ред. М.А. ФЕДОТОВА, Т.В. ТАЗИХИНА. М.: Финансовый университет, 2013. 192 с.

162.ПАРАМОНОВА, Т.Н., КРАСЮК, И.Н. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса):* учебное пособие. М.: КноРус, 2013. 288 с.

163.РАЙЛЛИ, Роберт Ф., ШВАЙС, Роберт П. *Оценка бизнеса - опыт профессионалов*. М.: Издательство Квинто-Консалтинг, 2010. 408 с. ISBN 978-5-98860-016-9.

164.РУТГАЙЗЕР, В. М. *Оценка стоимости бизнеса*. М.: Маросейка, 2014. 432 с.

165.САВЧУК, В. Методологические аспекты управления стоимости предприятия в условиях кризиса. В: *Politici financiare de relansare a creşterii economice în condiţiile crizei economice mondiale:* conferința științifică internațională, 29-30 aprilie 2010. Chișinău: Editura Policolor, 2010, vol. II, pp. 201-204. ISBN 978-9975-9956-4-1.

166.САВЧУК, В. Некоторые аспекты управления стоимостью компании. В: *Studia Universitatis. Seria Ştiinţe Exacte şi Economice*. Chișinău: CEP USM, 2010, Nr. 2 (32), cc. 223-228. ISSN 1857-2073.

167.САВЧУК, В. Применение методов оценки в управлении стоимостью предприятия. В: *Studia universitatis. Seria Ştiinţe Exacte şi Economice*. Chișinău: CEP USM, 2010, Nr. 2 (32), cc. 229-233. ISSN 1857-2073.

168.СОКОЛОВ, Я. В. *Диагностика финансовой деятельности предприятия* [on-line]. 2012, 18 martie. [citat 12 ianuarie 2016.]. Disponibil: http://www.iteam.ru/publications/finances/section_29/article_2949.

169.СОКОЛОВ, Я. В., ТЕРЕНТЬЕВА, Т. О. Послесловие: Эффективное управление финансами - ключ к успеху. В: КОЛАСС, Б. *Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы*: учебное пособие. Пер. с франц. под ред. проф. Я. В. СОКОЛОВА. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. 576 с. ISBN 2-13-045010-5.

170.СПИРИДОНОВА, Е.А. *Оценка стоимости бизнеса*: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. М.: Издательство Юрайт, 2016. 299 с. *ISBN* 978-5-9916-6190-4.

171.ТОМ, Н. Управление изменениями. В: *Проблемы теории и практики управления*. 1998, №1, сс. ISSN 0234-4505.

172.ТЮРИН, А.И. Стоимость компании и пути ее повышения. В: *Актуальные направления научных исследований XXI века*: теория и практика. 2013, № 2, сс. 319-326. ISSN 2308-8877.

173.УЛЬЯН, Г., САВЧУК, В. Основные теоретические подходы к понятию стоимости предприятия. В: *Dezvoltarea economică în contextul aspiraţiei de integrare europeană. Perspective şi realizări* : conferința științifică internațională, 23-24 octombrie 2009. Chișinău: Centrul Editorial-poligrafic al USM, 2009, pp. 333 -336. ISBN 978-9975-70-915-6.

174.ФЕДОТОВА, М. А. *Оценка стоимости бизнеса*: монография. М.: КноРус медиа, 2017. 350 с.

175.ФИШМАН, Дж., ПРАТТ, Ш. *Руководство по оценке стоимости бизнеса*. Пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 2003. 342 с.

176.ХИТЧНЕР, Dжеймс Р. *Три подхода к оценке стоимости бизнеса*. М.: *Издательство Маросейка,* 2008. 304 с. ISBN 978-5-903271-06-5.

177.ЦВЕТКОВ, В. А. *Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект*. Москва-Санкт-Петербург: *СПб.*: Нестор-История, 2012. 504 с. ISBN 978-5-90598-805-9.

178.ЧЕБОТАРЕВ, Н.Ф. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)*: учебник для бакалавров М.: Дашков и К, 2015. 256 с.

179.ЧЕРНОЗУБ, Олег. *Жизнь после кризиса: стоимостной подход к управлению частной компанией*. Москва: Альпина Паблишер, 2010. 246 с. ISBN 978-5-9614-2559-8.

180.ЩЕРБАКОВ, В.А., ЩЕРБАКОВА, Н.А. *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)*. 3-е изд. М., 2008. 288 с.

181.ЭВАНС, Фрэнк Ч., БИШОП, Дэвид. *Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях*. Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер, 2015. 332 с. ISBN 978-5-961-45021-7.

182.ЭСКИНДАРОВ, М.А., ФЕДОТОВ, М.А. *Оценка стоимости бизнеса*: учебник для бакалавриата. М.: КноРус, 2016. 320 с. ISBN 978-5-406-04745-3.

ANEXE

Anexa 1

Tabelul A1. Sistematizarea teoriilor privind evoluția conceptului de valoare

Nr. d/o	Perioada	Autorii	Teorii privind perceperea valorii
1.	Sec. V î.e.n.	Xenofon – filosof antic	Valoarea este definită de utilitatea bunului
2.	Sec. VI î.e.n.	Școala fiziocraților – Aristotel, lucrarea „Politica”	Atribuie 2 însușiri: valoarea de schimb și valoarea de întrebuințare. Consideră banul ca unitate de măsură a valorii
3.	Sec. XVII (1680)	William Petty	Factorul muncă este determinant al valorii
4.	Sec. XVIII	A. Turgot (1721-1781)	Munca în agricultură creează plusul de valoare, natura este creatoare a bogăției.
5.	Sec. XVIII	Adam Smith (1721-1790) „Avuția națiunilor. Cercetare asupra naturii și cauzelor ei” (1776)	Formulează teoria valorii pe baza costului de producție. A delimitat relația între valoare și preț, în care valoarea este determinată de condițiile de producție, iar prețul este determinat de cererea și oferta de marfă. Delimitarea între valoare și preț o face prin intermediul răspunsului la 3 întrebări: izvorul, mărimea și măsura mărimii acestora. Pune baza abordării pe bază de active în procesul de evaluare.
6.	Sec. XVIII – sec. XIX	David Ricardo (1772-1823) „Principii de economie politică” (1817), școala liberalismului clasic	La baza valorii stau 2 factori: cantitatea de muncă necesară pentru producerea unui obiect și durata necesară acestei munci. Introduce teoria rentei, care reprezintă valoarea nou-creată de muncitori în agricultură. Pune baza abordării pe bază de venituri în procesul de evaluare.
7.	Sec. XVIII – sec. XIX	Thomas Malthus (1776-1834)	Identifică noțiunile de valoare de utilizare, valoare de schimb (prețul) și valoare intrinsecă.
8.	Sec. XIX	K. Marx (1818-1883) „Capitalul”	Formulează teoria valorii – muncă. Munca vie este unica sursă de formare a valorii. Fundamentează teoria plus-valorii, ca diferența dintre valoarea muncii plătite lucrătorului și valoarea obiectului lucrat.
9.	Sec. XIX	Eugen Von Bohm-Bawerk (1835-1882), Jean Batist Say (1767-1832), Leon Walras, William Stanley Jevons (1835-1882), John Stuart Mill (1806-1873)	Teoria utilității marginale sau teoria neoclasică a valorii. Se pune accentul pe utilitate ca factor esențial al valorii. J. Stuart Mill, în „Principiile economiei politice” (1848), introduce conceptul de „valoare a capitalului” ca relația dintre beneficiu și valoarea de utilitate. Pune baza teoretică a principiilor abordării evaluării pe bază de patrimoniu și pe bază de venit.
10.	Sec. XIX	J. M. Keynes, „Teoria generală a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii și a banilor”	Formulează teoriile asupra valorii afacerii, având la origine teoria utilității marginale, conform căreia, aceasta este dată de suma actualizată a fluxurilor viitoare actualizate.
11.	Sec. XIX	Alfred Marshall (1842-1824)	Formează baza teoriei contemporane a valorii prin îmbinarea dilemelor teoretice ofertă-cost ale clasicilor cu cerere-preț a utilității marginale. Separă teoria valorii de cea a evaluării și identifică cele 3 abordări tradiționale ale valorii: comparația pe piață (numită și comparația directă), costul de înlocuire și capitalizarea profitului.
12.	Sec. XX	Irving Fischer (1867-1947)	Teoria abordării valorii pe bază de venit, aceasta constituind baza metodelor de evaluare ce iau în calcul profitul.
13.	Sec. XX	Artur F. Mertzke „Evaluarea proprietății imobiliare” 1927	A contribuit la dezvoltarea celor trei abordări ale valorii inițiate de Marshall, dar explicate prin noțiunile noi în evaluare, cum ar fi utilitatea ratelor de capitalizare și a coeficientului de risc.
14.	Sec. XX	K. Lee Hyder (1888-1947), Harry Grant Atkinson (1890-1979) și George L. Schmitz (1893-1959), „Evaluarea proprietății imobiliare”,1951	A determinat un ansamblu de proceduri și metode pentru aplicarea în practică a celor trei abordări propuse de A. Marshall

Sursa: sistematizat de autor în baza sursei [63].

Anexa 2

Tabelul A2. Tipuri de valoare diferite de valoarea de piață și definiția acestora

Nr.	Tipul valorii	Definiția
1.	Valoarea obiectului evaluat cu piață restrânsă	Valoarea obiectului, vânzarea căruia este imposibilă pe o piață deschisă sau necesită cheltuieli suplementare în comparație cu cheltuielile necesare pentru vânzarea obiectelor cu circulație liberă pe piață.
2.	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.
3.	Valoarea de reproducere	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.
4.	Valoarea pentru utilizarea existentă	Valoarea obiectului este determinată de condițiile și scopul utilizării curente a obiectului evaluat. Se presupune că obiectul funcționează și va funcționa în același mediu și formă organizatorico-juridică similară celei din momentul evaluării.
5.	Valoarea investițională	Valoarea proprietății pentru un investitor concret în cazul unor obiective concrete de investire.
6.	Valoarea de lichidare	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.
7.	Valoarea în scopul impozitării	Valoarea totală a proprietății evaluate de către autoritățile publice, sau ale activelor separate aplicată în calcularea impozitelor (de exemplu, impozitul pentru imobili).
8.	Valoarea de utilizare	Valoarea obiectului evaluat echivalentă cu valoarea de piață a materialelor din care e compus, inclusiv și cheltuielile de utilizare a obiectelor evaluate.
9.	Valoarea specială	Valoarea pentru determinarea căreia în contractul de evaluare sau actele normative sunt prevăzute condiții care nu sunt incluse în definirea valorii de piață sau altor tipuri de valoare, prevăzute de standardele de evaluare. Spre exemplu: valoarea de asigurare, valoarea vamală, etc.

Sursa: sistematizat de autor în baza sursei [180, p. 45; 142, p. 53].

Anexa 3

Tabelul A3. Modele de gestiune a întreprinderii

Modelul întreprinderii	Realizarea modelului	Neajunsurile modelului
Modelul maximizării profitului (A. Curno, 1938, şcoala neoclasică	Modelul se realizează prin egalitatea indicatorilor venitului marginal și cheltuielilor marginale ale întreprinderii	1. Profitul poate fi cheltuit în întregime în perioada curentă; 2. Nu reflectă politica efectivă a dividendelor; 3. Acceptă un risc înalt pentru înregistrarea profitului.
Modelul minimizării cheltuielilor tranzacționale, R. Kouz	Modelul se realizează prin minimizarea cheltuielilor legate de deservirea tranzacțiilor pe piață	1. Economia cheltuielilor nu e legată de dezvoltarea întreprinderii; 2. Implementarea modelului crește cheltuielile de evidență.
Modelul maximizării volumului vânzărilor	Modelul se realizează prin maximizarea activității de afaceri în mediul de piață. Îndeplinește funcție socială, asigurând necesitățile cumpărătorilor în mărfuri și servicii	1. Funcția de bază nu este legată cu cheltuielile; 2. Alegerea cumpărătorului constituie o funcție cu mulți factori.
Modelul maximizării ritmurilor de creștere	Modelul se realizează prin maximizarea ritmurilor de creștere a profitului operațional și a metodelor de redistribuire a acestuia (maximizarea profitului, care rămâne la dispoziția întreprinderii)	1. E funcțional doar în condițiile cererii stabile la producția întreprinderii; 2. Nu evaluează nivelul suficient de atingere a profitului în perioada curentă.
Modelul asigurării avantajelor competitive	Modelul se realizează prin interacțiunea tuturor sferelor de activitate a întreprinderii (marketing, producere, cadre, finanțe), asigură formarea supraprofitului pentru întreprindere.	1. Avantajul competitiv constituie un indicator integral complex; 2. Avantajul competitiv poate fi menținut doar într-o perioadă scurtă de timp; 3. Caracterizează întreprinderea doar în cadrul unei ramuri de activitate
Modelul stabilității financiare	Modelul se realizează prin starea resurselor financiare ale întreprinderii, repartizării și utilizării lor, care asigură dezvoltarea întreprinderii în baza creșterii profitului și capitalului în condițiile păstrării solvabilității și credibilității la un anumit nivel al riscului.	1. Baza o constituie structura financiară a întreprinderii; 2. Scop - asigurarea stocurilor și cheltuielilor cu surse de finanțare; 3. Managerii sunt subiecții de bază care acționează, nu proprietarii.
Modelul maximizării valorii adăugate (modelul japonez de dezvoltare)	Modelul se realizează prin maximizarea indicatorului de lungă durată a valorii adăugate, asigură maximizarea intereselor managerilor și proprietarilor întreprinderii, ia în considerare interesele investiționale ale întreprinderii	Indicatorul de bază intră în conflict cu interesele economice ale cumpărătorilor
Modelul maximizării valorii de piață a întreprinderii	Particularitățile realizării modelului: 1. Proprietarii sunt subiecții principali în sistemul intereselor economice ale întreprinderii; 2. Contribuie la creșterea altor subiecți economici; 3. Integrează scopurile și sarcinile funcționării eficiente a subdiviziunilor întreprinderii; 4. Nu are limite de creștere din cauza indicatorilor suplimentari (imagine, sinergie, etc.); 5. Reflectă scopurile pe termen scurt și pe termen lung ale întreprinderii; 6. Un indicator complex privind rezultatele activității întreprinderii; 7. Constituie un criteriu de eficiență al utilizării capitalului; 8. Formează părerea investitorilor despre capacitatea managerilor de a gestiona întreprinderea.	1. Modelul și funcția de bază sunt statice; 2. Multiplicitatea și ambiguitatea indicatorilor valorii.

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [67, 99, 101, 106, 134, 135, 136].

Anexa 4

Tabelul A4. Elasticitatea valorii în funcție de variabilele financiare după Mordașov

Nr.	Variabila financiară	Formula elasticității
Definiție: Elasticitatea arată cu câte procente se va modifica valoarea întreprinderii, dacă factorul cercetat se modifică cu 1%.		
1.	**Cash-flow**	$$EL_{FCF} = \frac{FCF}{V} \times \frac{\partial V}{\partial FCF} = \frac{FCF}{\frac{FCF}{r_{WACC}}} \times \frac{\partial\left(\frac{FCF}{r_{WACC} - g}\right)}{\partial FCF} = \frac{r_{WACC} - g}{r_{WACC} - g} = 1$$ **Concluzie:** la schimbarea mărimii cash-flow-ului cu 1% (celelalte condiții rămânând aceleași) valoarea întreprinderii se va schimba de asemenea cu 1%, ca urmare majorarea cash-flow-ului va duce la majorarea valorii; elasticitatea valorii întreprinderii după cash-flow-ul liber nu depinde de viteza schimbării acestui flux, adică valoarea companiei se modifică cu 1% la schimbarea cash-flow-ului liber cu 1%, independent de viteza de creștere a acestui flux.
2.	**Rata cheltuielilor cu atragerea capitalului**	$$EL_r = -\frac{r}{r - g}$$ **Concluzie:** semnul negativ al elasticității ne arată că majorarea cheltuielilor cu capitalul (celelalte condiții rămânând aceleași) duce la reducerea valorii întreprinderii; modificarea procentuală a valorii în funcție de cheltuielile cu capitalul depinde de viteza de modificare a acestui flux.
3.	**Costul vânzărilor**	$$EL_{Cc} = \frac{-1-T}{\frac{FCF}{Cc}}$$ **Concluzie:** majorarea costului de producție (celelalte condiții rămânând aceleași) duce la reducerea valorii întreprinderii. La micșorarea costului de producție a produselor realizate cu 1% valoarea companiei se va majora proporțional majorării rentabilității producției. Cu toate acestea, cu cât cota parte a costului de producție în încasările din vânzări este mai mare, cu atât e mai puternică în expresie procentuală influența ei asupra modificării valorii companiei; modificarea procentuală a valorii companiei la modificarea costului de producție nu depinde de viteza de modificare a cash-flow-ului liber g, adică valoarea în raport procentual se va modifica egal atât pentru fluxul crescător, cât și pentru fluxul constant. Pentru cazul investițiilor suplimentare I=0, relația de mai sus poate fi transformată în următoarea expresie: $$EL_{Cc} = -\frac{1-T}{\frac{FCF}{Cc}} = -\frac{1}{\frac{EBIT}{Cc}}$$ **Concluzie:** cu cât ponderea costului de producție în încasările din vânzări este mai mare (cu cât este mai mică rentabilitatea producției), cu atât mai eficiente vor fi măsurile de majorare a valorii întreprinderii în baza reducerii costului de producție.
4.	**Încasări**	$$EL_s = \frac{1-T}{\frac{FCF}{S}}$$ **Concluzie:** majorarea încasărilor din vânzări (celelalte condiții rămânând aceleași) duce la majorarea valorii întreprinderii (dependența nu este liniară), adică cu cât este mai mică rentabilitatea vânzărilor, cu atât e mai puternică influența încasărilor asupra valorii întreprinderii în expresie procentuală; modificarea procentuală a valorii întreprinderii la schimbarea încasărilor nu depinde de viteza de modificare a cash-flow-ului liber g; dacă investițiile suplimentare I=0, atunci expresia capătă următoarea formă:

		$EL_s = \frac{\frac{1-T}{FCF}}{\frac{S}{}} = \frac{\frac{1}{EBIT}}{\frac{S}{}}$
5.	**Profit**	$EL_{EBIT} = \frac{\frac{1-T}{FCF}}{\frac{EBIT}{}}$ **Concluzie:** majorarea profitului duce la majorarea proporțională a valorii întreprinderii; modificarea procentuală a valorii întreprinderii la modificarea încasărilor nu depinde de viteza de creștere a cash-flow-ului liber g; elasticitatea stabilirii valorii întreprinderii în funcție de profit niciodată nu va fi mai mică ca 1.
6.	**Viteza de creștere a cash-flow-ului**	$EL_g = \frac{g}{r-g}$ **Concluzie:** mărirea vitezei de creștere a cash-flow-ului (celelalte condiții rămânând aceleași) duce la mărirea valorii întreprinderii; cu cât e mai mică diferența între cheltuielile cu atragerea capitalului (r) și viteza de creștere a cash-flow-ului liber (g), cu atât e mai mare influența modificării procentuale a vitezei de creștere asupra valorii întreprinderii.
7.	**Investițiile suplimentare superioare amortizării**	$EL_I = \frac{-1}{\frac{FCF}{I}}$ **Concluzie:** reducerea investițiilor suplimentare pentru susținerea nivelului dat al cash-flow-ului liber duce la mărirea valorii întreprinderii.

Sursa: [159].

Anexa 5

Tabelul A5. Modelul de gestiune a valorii ciclurilor prin analiza coeficienților de sensibilitate față de factorii financiari ai valorii

Nr.	Denu-mirea	Relația de calcul	Direcții de acțiune
Stabilirea metodologiei. Analiza sensibilității se va realiza după relația de mai jos, prin intermediul căreia se asigură legătura între schimbarea factorilor și valoarea afacerii. $$\frac{\Delta\tilde{E}}{E}=\sum_n K_F^n \frac{\Delta\tilde{F}_n}{F_n}\ ,$$ unde: $\tilde{E}$ - valoarea întreprinderii (mărime aleatorie); E – valoarea așteptată a întreprinderii; $\Delta\tilde{E}$ - sporul valorii întreprinderii; $\tilde{F}_n$ - mărimea factorului n (mărime aleatorie); F_n – mărimea așteptată a factorului n; $\Delta\tilde{F}_n$ - sporul factorului n; K_F^n - coeficientul de sensibilitate a valorii întreprinderii față de factorul n. Interpretarea conținutului coeficientului de sensibilitate poate fi următoarea: coeficientul de sensibilitate arată cu câte procente se va schimba valoarea business-ului, la schimbarea mărimii factorului cu 1%. Corespunzător, cu cât e mai mare coeficientul, cu atât mai mult se va modifica valoarea întreprinderii. Formula de calcul a coeficienților arată în felul următor: $$K_F^n=\frac{\partial\tilde{E}F_n}{\partial\tilde{F}_n E}\ ,$$			
	D_{DC}	$\frac{CF_{DC}D_{DC}}{R^{D_{DC}}E_C}\ln R$	Majorarea duratei de rambursare a datoriilor comerciale în baza revizuirii condițiilor contractelor, efectuate în concordanță cu măsurile de gestiune a „cash-flow-urilor aferente datoriilor comerciale”.
	D_C	$-\frac{CF_C D_C}{R^{D_{CP}+D_C}E_C}\ln R$	Măsuri în vederea încasării la timp și integrale a creanțelor în baza revizuirii condițiilor contractelor, efectuate în concordanță cu măsurile de gestiune a „cash-flow-urilor aferente creanțelor”.
	D_{CP}	$-\frac{CF_C D_{CP}}{R^{D_{CP}+D_C}E_C}\ln R$	Măsuri în vederea reducerii duratei ciclului de producție prin implementarea în producție a tehnicii și tehnologiilor avansate, optimizarea graficului de livrare a materiilor prime și materialelor, mărimea calificării și cointeresării salariaților.
	CF_{DC}	$-\frac{CF_{DC}}{R^{D_{DC}}E_C}$	Măsuri în vederea reducerii cheltuielilor de cumpărare a materiilor prime și materialelor, inclusiv din contul reducerii termenilor de plată, căutării noilor furnizori. Înlocuirea materiilor prime și materialelor achiziționate cu materii similare mai ieftine
	CF_C	$\frac{CF_C}{R^{D_{DC}+D_{CF}}E_C}$	Măsuri în vederea majorării atractivității pe piață a producției fabricate, introducerea condițiilor flexibile de plată, căutarea partenerilor de încredere, încasarea la timp și integrală a creanțelor;
	R	$-\frac{1}{R}\left(D_{DC}+D_{CF}\frac{CF_C}{R^{D_{DC}+D_{CF}}E_C}\right)$	Rata de actualizare – măsuri în vederea reducerii riscurilor procesului de producție, precum și a riscurilor legate de furnizori și clienți

Sursa: [146]

Anexa 6

Tabelul A6. Organizarea activității de evaluare în diferite țări

Țara	Instituite de licențiere	Organizarea activității
Germania	Licențierea se efectuează prin înregistrare la Camera de comerț și industrie.	**Reglementarea de stat – înaltă.** Statul și municipalitățile se implică prin elaborarea standardelor de evaluare în colaborare cu Comitetele de experți. Comitetele de experți – analizează starea și evoluția pieții. Asociații ale evaluatorilor – apără interesele evaluatorilor.
Franța, Spania	Evaluatorii sunt numiți de organele judiciare pe un termen de 5 ani, fără examene.	**Reglementarea de stat – joasă.** Lipsa recomandărilor metodice unice de evaluare. Uniuni de experți – elaborează regulile de evaluare. Fiecare își constituie baza sa de date.
Olanda	Evaluatorii sunt numiți de organele judiciare pe un termen de 5 ani.	**Reglementarea de stat – joasă.** Municipalitățile orașelor mari publică analiza datelor prețurilor de piață.
Marea Britanie	Orice persoană poate practica activitatea de evaluare.	**Reglementarea de stat – lipsește.** Standardele de evaluare sunt elaborate de instituții și asociații neguvernamentale. Standardele funcționează din anii 1970.
SUA	Licențierea de către stat e obligatorie	**Reglementarea de stat – înaltă.** Asociația americană a evaluatorilor
Rusia	Nu se licențiază, începând cu 01.07.2006	**Reglementarea de stat – medie.** Este reglementată de stat prin Legea privind activitatea de evaluarea în Federația Rusă din 1998, dar o parte din funcțiile statului sunt transmise Asociațiilor evaluatorilor care sunt membri ai Consiliului național privind activitatea de evaluare, care are următoarele atribuții: elaborează metodele unice pentru practicarea activității de evaluare și coordonează activitatea evaluatorilor, elaborează standardele federale și regulile de evaluare.
România	Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR) autorizează activitatea de evaluator autorizat.	**Reglementarea de stat – joasă.** Este reglementată prin Ordonanța Guvernului nr. 24/2011 privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor. Activitatea de evaluarea poate fi practicată de persoane fizice și juridice. ANEVAR adoptă standardele de evaluare, codul de etică al evaluatorilor și alte acte ce țin de reglementarea activității de evaluare.
Republica Moldova	Licențierea de către stat e obligatorie și se efectuează de Camera de licențiere	**Reglementarea de stat – înaltă.** Activitatea de evaluare poate fi practicată numai de persoane juridice, care obțin licența. Evaluatorii sunt atestați pe un termen de 5 ani de către Agenția Relații funciare și cadastru. Standardele naționale de evaluare se elaborează de autoritățile centrale de specialitate în comun cu asociațiile obștești ale evaluatorilor și se aprobă în conformitate cu legislația.

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [8, 56, 161].

Anexa 7

Tabelul A7. Caracteristicile obiective și subiective ale situației de criză

Caracteristici obiective	Caracteristici subiective
1. Criza este un punct de cotitură în secvența emergentă de evenimente sau acțiuni. 2. Natura crizei este o combinație de circumstanțe, dând naștere unui nou set de condiții 3. Criza amenință obiectivele și scopurile celor implicați. 4. Chiar dacă amenințarea nu este realizată, consecințele crizei predetermină viitorul participanților la situația de criză. 5. Astfel, o situație de criză necesită acțiuni urgente ale participanților săi. 6. În consecință, criza crește lipsa de timp a celor implicați. 7. În plus, într-o criză, informațiile disponibile participanților sunt de obicei necorespunzătoare.	1. Incertitudinea în evaluarea unei situații de criză și în justificarea modalităților alternative de depășire a acesteia 2. Stresul și anxietatea printre participanții la criză 3. Reducerea controlului asupra evenimentelor și a consecințelor lor 4. Tensiunile crescute ale participanților la o situație de criză 5. Modificări ale naturii relației dintre persoanele implicate într-o situație de criză

Sursa: sistematizat de autor în baza sursei [107].

Anexa 8

Tabelul A8. Metode de diagnosticare a crizei în baza scorurilor

Nr. d/o	Denumirea metodei	Descrierea
1.	**Modelului Z (Altman), 1968**	**$Z = 0,7\ X_1 + 0,847\ X_2 + 3,107\ X_3 + 0,42\ X_4 + 0,998\ X_5$**, unde: X_1 = Active circulante nete / Total active X_2 = Profit reinvestit / Total activ X_3 = EBIT / Total activ X_4 = Capital propriu / Datorii totale X_5 = Cifra de afaceri / Total active **Interpretarea scorului:** – Z<1,8 – situație critica spre faliment; – 1,8<Z<3 – riscul de faliment este intr-o marja normala; – Z>3 – riscul de faliment este aproape inexistent.
2.	**Modelul Conan și Holder, 1979**	**$Z = 0,24\ X_1 + 0,22\ X_2 + 0,16\ X_3 - 0,87\ X_4 - 0,10\ X_5$**, unde: X_1 = rezultatul brut al exploatării / datorii totale; X_2 = capital permanent / total active; X_3 = valori realizabile și disponibile / total active; X_4 = cheltuieli financiare/ Cifra de afaceri; X_5 = cheltuieli cu personalul/ Cifra de afaceri. **Interpretarea scorului:** – Z < -0,05 situație catastrofala, probabilitate de faliment peste 90%; – -0,05 < Z < 0,04 situație nefavorabila, probabilitate de faliment intre 65% si 90%; – 0,04 < Z < 0,10 situație incerta, probabilitate de faliment intre 30% si 65%; – 0,10 < Z < 0,16 situație favorabila, probabilitate de faliment intre 10% și 30%; – Z > 0,16 situație foarte bună, probabilitate de faliment sub 10%
3.	**Modelul CENTRALEI BILANTURILOR (din cadrul Băncii Centrale a Franței)**	**$Z = -1,25\ R_1 + 2,003\ R_2 - 0,824\ R_3 + 5,221\ R_4 - 0,689\ R_5 - 1,164\ R_6 + 0,706\ R_7 + 1,408\ R_8 - 85,544$**, unde: R_1 - cheltuieli financiare/excedent brut din exploatare; R_2 - resurse permanente/capitalul investit; R_3 - capacitatea de autofinanțare/datorii totale; R_4 - excedent brut din exploatare/cifra de afaceri; R_5 - 360xsold furnizori/cheltuieli cu furnizorii; R_6 - variația valorii adăugate/valoarea adăugata din anul precedent; R_7 - 360xsold clienți/cifra de afaceri; R_8 - active imobilizate nete/valoarea adăugata. **Interpretarea scorului:** – Z < -0,25 situație riscanta, nefavorabila, dificultăți economico-financiare importante; – -0,25 < Z < 0,125 situație incerta;

		– Z > 0,125 situație normala, favorabila, probabilitate foarte redusa de faliment.
4.	**Metoda "credit-man" sau "security-analysis" – utilizată în SUA pentru stabilirea riscului în activitatea de creditare.**	**$Z = 0,25\ r_1 + 0,25\ r_2 + 0,10\ r_3 + 0,20\ r_4 + 0,20\ r_5$**, unde: r_1 = (disponibilități + creanțe) / datorii pe termen scurt – rata solvabilității intermediare; r_2 = capitaluri proprii / datorii totale – rată de structură financiară; r_3 = capitaluri proprii / active imobilizate – rata fondului de rulment; r_4 = cifra de afaceri / stocuri – rata de rotație a stocurilor; r_5 = cifra de afaceri / creanțe comerciale – rotația creanțelor. **Interpretarea scorului:** Z < 0 – zonă nefavorabilă; Z > 0 – zonă favorabilă.
5.	**Modelul Anghel, 2002, aplicabil pentru România**	**$A = 5,676 + 6,3718\ X_1 + 5,3932\ X_2 – 5,1427\ X_3 – 0,0105\ X_4$**, unde: X_1 = Profit net / cifra de afaceri X_2 = Cash-flow / Total activ X_3 = Datorii / Total activ X_4 = Datorii comerciale x 360 / cifra de afaceri **Interpretarea scorului:** – A < 0 zonă de risc de insolvență; – 0 < A < 2,05 întreprinderea se află într-o situație de incertitudine; A > 2,05 întreprinderea se află într-o situație bună.
6.	**Modelul Robu-Mironiuc[7]- aplicabil pentru România**	**Z = -0.012X1 + 0.525X2 + 0.027X3 - 0.425X4 - 0.126X5 + 3.573X6 - 0.663X7 + 0.022X8 + 0.333** 1. Raportul între datoriile totale și capitalurile proprii. 2. Raport între capitalurile proprii și total surse. 3. Raport între rezultat brut înainte de impozite și dobânzi și capitalurile proprii. 4. Raport între datoriile totale și total surse-total pasiv bilanțier. 5. Raport între rezultatul net al exercițiului și cifra de afaceri. 6. Raport între brut înainte de impozite și dobânzi și activul bilanțier. 7. Raport între cheltuielile financiare și cifra de afaceri. 8. Raport între trezorerie și datoriile curente ale entității. **Interpretarea scorului:** $-5 \leq Z \geq 0$ entitatea prezintă un risc de faliment ridicat; $0 \leq Z \geq 0,6$ entitatea prezintă un risc de faliment mediu; $0,6 \leq Z \geq 2,5$ entitatea prezintă un risc de faliment scăzut.

Sursa: sistematizat de autor în baza surselor [62, 67].

[7] Robu M.A., Mironiuc M., Robu I.B., Un model practic pentru testarea ipotezei de "going-concern" în cadrul misiunii de audit financiar pentru firmele românești cotate, *Revista de Audit Financiar,* nr. 2/2012, pp. 13-23

Anexa 9

Tabelul A9. Nivelul rentabilității fără risc și primele de piață pentru țările fostei URSS

Indicatorul	Un. de măsură	Mărimea
Rata rentabilității fără risc	% anuale	4,37
Premiul de piață pentru riscul investirii pe piața dezvoltată a capitalurilor	% anuale	7,07
Premiul de piață pentru riscul investirii în acțiunile companiilor din:		
Rusia	% anuale	12,05
Ucraina	% anuale	14,82
Cazahstan	% anuale	9,28
Bielorus	% anuale	14,82
Lituania	% anuale	8,84
Letonia	% anuale	8,84
Moldova, Turkmenistan	% anuale	15,93
Estonia	% anuale	8,62

Sursa: www.reuters.com, www.bloomberg.com, www.stanardandpoors.com .

Anexa 10

Tabelul A10. Coeficienții riscului sistematic pe ramuri ale economiei în baza datelor profesorului A. Damodaran (Stern School of Business, New York)

Ramura	Coeficientul β	Coeficientul β_0
Companii avia	1,4	1,0
Automobile: producere	1,58	1,24
Automobile: comerț	1,04	0,84
Industria aerocosmică și de apărare	1,12	1,06
Biotehnologie	1,51	1,38
Sectorul bancar	0,63	-
Servicii hoteliere și jocuri de noroc	1,25	0,96
Prelucrarea lemnului	0,93	0,69
Extracția metalelor	1,05	0,99
Transport feroviar	1,23	1,04
Construcții locative	1,64	0,83
Internet	1,97	1,94
Producerea automobilelor	1,19	1,01
Industria mobilei	1,1	0,89
Industria petrolieră	1,02	0,97
Industria gazelor	0,93	0,75
Industria fabricării încălțămintei	1,47	1,44
Operațiuni cu imobil	1,26	1,15
Industria alimentară	0,77	0,67
Industria materialelor de construcție	1,07	0,87
Publicitate	1,6	1,19
Telecomunicații: producerea utilajului	1,98	1,89
Telecomunicații: deservirea populației	1,34	1,03
Comercializarea computerelor	1,56	1,51
Comercializarea produselor alimentare	0,79	0,6
Comercializarea articolelor de vestimentație	1,11	0,98
Industria cărbunelui	1,71	1,52
Servicii de ambalare	1,12	0,79
Industria farmaceutică	1,78	1,66
Industria chimică	1,16	1,05
Metalurgie	1,19	1,1
Industria hîrtiei și celulozei	0,93	0,69
Energetica	0,93	0,61

Sursa: [97]

Anexa 11

Tabelul A11. Coeficienții riscului sistematic pe ramuri ale economiei conform datelor REUTERS Investor

Sectorul economiei	Ramurile sectorului	Coeficientul β
Materii prime și materiale (Basic materials)	Industria chimică, industria extractivă, industria lemnului, industria hîrtiei și a celulozei, metalurgia	1,42
Industria grea (Capital goods)	Industria aerocosmică, industria de apărare, fabricarea mașinilor de mare tonaj, construcția obiectelor industriale și producerea materialelor de construcție	1,32
Producerea mărfurilor cu cerere ciclică (Consumer cyclical)	Industria construcției automobilelor, industria textilă, industria mobilei, industria fabricării articolelor vestimentare, industria fabricării tehnicii audio și video, industria giuvaerelor	1,31
Producerea mărfurilor de consum cu cerere non-ciclică (Consumer non cyclical)	Industria alimentară, industria peștelui, industria tutunului, producerea băuturilor alcoolice și nealcoolice, producerea mărfurilor complementare	0,64
Materii prime energetice (Energy)	Industria cărbunelui, industria petrolieră, industria gazelor	0,98
Instituții financiare (Financial)	Bănci, companii de asigurare și de investiții	0,96
Ocrotirea sănătății (Healthcare)	Industria farmaceutică, biotehnologie, medicină: deservirea populației și producerea aparatelor	0,77
Servicii (Services)	Servicii de publicitate, mass-media, gospodăria comunală, alimentare publică, cazino, școli, comerț	1,22
Tehnologii înalte (Technologies)	Telecomunicații, industria computerelor, programare, producerea aparatelor științifico-tehnice	1,55
Transport (Transportation)	Transport rutier, aerian, feroviar și naval	0,97
Gospodăria comunală și energetica (Utilities)	Aprovizionarea cu electricitate, gaze și apă	0,79

Sursa: [97]

Anexa 12

Tabelul A12. Structura de piață a capitalului caracteristică diferitor ramuri ale economiei și tipuri de activități (Stern School of Business, New York), %

Ramura	Coraportul de piață D/E	Ponderea capitalului propriu We	Ponderea capitalului împrumutat Wd
Companii avia	48,14	67,5	32,5
Automobile: producere	98,16	50,46	49,54
Automobile: comerț	42,14	70,35	29,65
Industria aerocosmică și de apărare	16,18	86,07	13,93
Biotehnologie	9,09	91,66	8,34
Servicii hoteliere și jocuri de noroc	35,53	73,79	26,21
Prelucrarea lemnului	40,85	71,0	29,0
Extracția metalelor	6,57	93,84	6,16
Transport feroviar	26,06	79,33	20,67
Construcții locative	128,82	43,7	56,3
Internet	1,83	98,2	1,8
Producerea automobilelor	23,74	80,82	19,18
Industria mobilei	31,44	76,08	23,92
Industria petrolieră	7,96	92,62	7,38
Industria gazelor	30,04	76,9	23,1
Industria fabricării încălțămintei	2,62	97,44	2,56
Operațiuni cu imobil	12,39	88,98	11,02
Industria alimentară	**18,03**	**84,72**	**15,28**
Industria materialelor de construcție	29,48	77,23	22,77
Publicitate	40,78	71,3	28,97
Telecomunicații: producerea utilajului	5,51	94,78	5,22
Telecomunicații: deservirea populației	33,71	74,79	25,21
Comercializarea computerelor și întreținerea lor	3,44	96,68	3,32
Comercializarea produselor alimentare	48,3	67,43	32,57
Comercializarea articolelor de vestimenție	17,29	85,26	14,74
Industria cărbunelui	14,12	87,63	12,37
Servicii de ambalare	52,48	65,58	34,42
Industria farmaceutică	7,79	92,77	7,23
Industria chimică	13,8	87,88	12,12
Metalurgie	10,16	90,77	9,23
Industria hîrtiei și celulozei	40,85	71,0	29,0
Energetica	72,72	57,9	42,1

Sursa:[123]

Anexa 13

Tabelul A13. Ratingurile de țară și primele de risc estimate de Stern School of Business, New York

Country	GDP (in billions)	Moody's rating	Adj. Default Spread	Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Corporate Tax Rate
Abu Dhabi	415.00	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	55.00%
Albania	13.04	B1	5.08%	12.21%	6.25%	15.00%
Algeria	170.37	NA	6.21%	13.60%	7.64%	26.00%
Andorra (Principality of)	3.01	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	10.00%
Angola	124.21	B3	7.34%	14.99%	9.03%	30.00%
Argentina	637.59	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Armenia	11.54	B1	5.08%	12.21%	6.25%	20.00%
Aruba	3.00	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	25.00%
Australia	1323.42	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	30.00%
Austria	416.60	Aa1	0.45%	6.51%	0.55%	25.00%
Azerbaijan	40.75	Ba2	3.39%	10,13%	4.17%	20.00%
Bahamas	12.16	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	0.00%
Bahrain	35.31	B2	6.21%	13.60%	7.64%	0.00%
Bangladesh	249.72	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	25.00%
Barbados	4.80	Caa3	11.28%	19.83%	13.87%	30.00%
Belarus	54.44	B3	7.34%	14.99%	9.03%	18.00%
Belgium	492.68	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	29.00%
Belize	1.84	B3	7.34%	14.99%	9.03%	28.21%
Benin	9.27	B1	5.08%	12.21%	6.25%	30.00%
Bermuda	6.20	A2	0.96%	7.14%	1.18%	0.00%
Bolivia	37.51	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	25.00%
Bosnia and Herzegovina	18.17	B3	7.34%	14.99%	9.03%	10.00%
Botswana	17.41	A2	0.96%	7.14%	1.18%	22.00%
Brazil	2055.51	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	34.00%
Brunei	12.13	NA	0.79%	6.94%	0.98%	18.50%
Bulgaria	56.83	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	10.00%
Burkina Faso	12.87	B2	6.21%	13.60%	7.64%	28.00%
Cambodia	22.16	B2	6.21%	13.60%	7.64%	20.00%
Cameroon	34.80	B2	6.21%	13.60%	7.64%	33.00%
Canada	1653.04	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	26.50%
Cape Verde	3.20	B2	6.21%	13.60%	7.64%	28.00%
Cayman Islands	1.90	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	0.00%
Chile	277.08	A1	0.79%	6.94%	0.98%	26.00%
China	12237.70	A1	0.79%	6.94%	0.98%	25.00%
Colombia	309.19	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	33.00%
Congo (Democratic Republic of)	37.24	B3	7.34%	14.99%	9.03%	35.00%
Congo (Republic of)	8.72	Caa2	10.16%	18.46%	12.50%	28.00%
Cook Islands	1.20	B1	5.08%	12.21%	6.25%	0.00%
Costa Rica	57.06	B1	5.08%	12.21%	6.25%	30.00%
Côte d'Ivoire	40.39	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	25.00%
Croatia	54.85	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	18.00%
Cuba	81.60	Caa2	10.16%	18.46%	12.50%	24.00%
Curacao	1.00	A3	1.35%	7.63%	1.67%	22.00%
Cyprus	21.65	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	12.50%
Czech Republic	215.73	A1	0.79%	6.94%	0.98%	19.00%
Denmark	324.87	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	22.00%
Dominican Republic	75.93	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	27.00%
Ecuador	103.06	B3	7.34%	14.99%	9.03%	25.00%
Egypt	235.37	B3	7.34%	14.99%	9.03%	23.00%
El Salvador	24.81	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	30.00%
Estonia	25.92	A1	0.79%	6.94%	0.98%	20.00%
Ethiopia	80.56	B1	5.08%	12.21%	6.25%	30.00%
Fiji	5.06	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	20.00%
Finland	251.88	Aa1	0.45%	6.51%	0.55%	20.00%
France	2582.50	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	33.00%
Gabon	14.62	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	30.00%
Gambia	1.01	NA	7.34%	14.99%	9.03%	31.00%
Georgia	15.16	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	31.00%
Germany	3677.44	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	15.00%
Ghana	47.33	B3	7.34%	14.99%	9.03%	25.00%
Greece	200.29	B3	7.34%	14.99%	9.03%	29.00%
Guatemala	75.62	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	25.00%
Guernsey (States of)	0.50	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	0.00%

Guinea	10.50	NA	13.54%	22.61%	16.65%	29.15%
Guinea-Bissau	1.35	NA	8.46%	16.37%	10.41%	29.15%
Guyana	3.68	NA	5.08%	12.21%	6.25%	18.64%
Haiti	8.41	NA	10.16%	18.46%	12.50%	18.64%
Honduras	22.98	B1	5.08%	12.21%	6.25%	25.00%
Hong Kong	341.45	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	16.50%
Hungary	139.14	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	9.00%
Iceland	23.91	A3	1.35%	7.63%	1.67%	20.00%
India	2597.49	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	35.00%
Indonesia	1015.54	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	25.00%
Iran	439.51	NA	3.39%	10.13%	4.17%	20.23%
Iraq	197.72	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	15.00%
Ireland	333.73	A2	0.96%	7.14%	1.18%	12.50%
Isle of Man	7.40	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.00%
Israel	350.85	A1	0.79%	6.94%	0.98%	23.00%
Italy	1934.80	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	24.00%
Jamaica	14.77	B3	7.34%	14.99%	9.03%	25.00%
Japan	4872.14	A1	0.79%	6.94%	0.98%	30.86%
Jersey (States of)	1.00	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	20.00%
Jordan	40.07	B1	5.08%	12.21%	6.25%	20.00%
Kazakhstan	159.41	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	20.00%
Kenya	74.94	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Korea	1530.75	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	25.00%
Korea, D.P.R.	NA	NA	13.54%	22.61%	16.65%	23.10%
Kuwait	120.13	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	15.00%
Kyrgyzstan	7.56	B2	6.21%	13.60%	7.64%	10.00%
Latvia	30.26	A3	1.35%	7.63%	1.67%	20.00%
Lebanon	51.84	B3	7.34%	14.99%	9.03%	15.00%
Liberia	2.16	NA	13.54%	22.61%	16.65%	29.15%
Libya	50.98	NA	5.08%	12.21%	6.25%	20.00%
Liechtenstein	6.70	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	12.50%
Lithuania	47.17	A3	1.35%	7.63%	1.67%	15.00%
Luxembourg	62.40	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	26.01%
Macao	62.40	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	12.00%
Macedonia	50.36	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	10.00%
Madagascar	11.50	NA	7.34%	14.99%	9.03%	20.00%
Malawi	6.30	NA	8.46%	16.37%	10.41%	30.00%
Malaysia	314.50	A3	1.35%	7.63%	1.67%	24.00%
Maldives	4.60	B2	6.21%	13.60%	7.64%	0.00%
Mali	15.29	NA	8.46%	16.37%	10.41%	29.15%
Malta	12.54	A3	1.35%	7.63%	1.67%	35.00%
Mauritius	13.34	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	15.00%
Mexico	1149.92	A3	1.35%	7.63%	1.67%	30.00%
Moldova	8.13	B3	7.34%	14.99%	5.03%	12.00%
Mongolia	11.49	B3	7.34%	14.99%	9.03%	33.00%
Montenegro	4.77	B1	5.08%	12.21%	6.25%	9.00%
Montserrat	1.50	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	27.98%
Morocco	109.14	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	31.00%
Mozambique	12.33	Caa3	11.28%	19.83%	13.87%	32.00%
Myanmar	69.32	NA	8.46%	16.37%	10.41%	25.00%
Namibia	13.24	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	32.00%
Netherlands	826.20	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	25.00%
New Zealand	205.85	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	28.00%
Nicaragua	13.81	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Niger	8.12	NA	13.54%	22.61%	16.65%	28.21%
Nigeria	375.77	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Norway	398.83	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	23.00%
Oman	72.64	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	15.00%
Pakistan	304.95	B3	7.34%	14.99%	9.03%	30.00%
Panama	61.84	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	25.00%
Papua New Guinea	21.09	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Paraguay	29.73	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	10.00%
Peru	211.39	A3	1.35%	7.63%	1.67%	29.50%
Philippines	313.60	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	30.00%
Poland	524.51	A2	0.96%	7.14%	1.18%	19.00%
Portugal	217.57	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	21.00%
Qatar	167.61	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	10.00%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	5.20	A2	0.96%	7.14%	1.18%	0.00%
Romania	211.80	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	16.00%
Russia	1577.52	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	20.00%
Rwanda	9.14	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Saudi Arabia	683.83	A1	0.79%	6.94%	0.98%	20.00%

Senegal	16.37	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	30.00%
Serbia	41.43	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	15.00%
Sharjah	5.00	A3	1.35%	7.63%	1.67%	20.00%
Sierra Leone	3.77	NA	13.54%	22.61%	16.65%	30.00%
Singapore	323.91	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	17.00%
Slovakia	95.77	A2	0.96%	7.14%	1.18%	21.00%
Slovenia	48.77	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	19.00%
Solomon Islands	1.30	B3	7.34%	14.99%	9.03%	30.00%
Somalia	7.37	NA	13.54%	22.61%	16.65%	29.15%
South Africa	349.42	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	28.00%
Spain	1311.32	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	25.00%
Sri Lanka	87.17	B1	5.08%	12.21%	6.25%	28.00%
St. Maarten	1.50	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	35.00%
St. Vincent & the Grenadines	0.77	B3	7.34%	14.99%	9.03%	20.00%
Sudan	117.49	NA	18.00%	28.10%	22.14%	35.00%
Suriname	3.32	B2	6.21%	13.60%	7.64%	36.00%
Swaziland	3.72	B2	6.21%	13.60%	7.64%	28.00%
Sweden	538.04	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	22.00%
Switzerland	678.89	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	18.00%
Syria	NA	NA	13.54%	22.61%	16.65%	28.00%
Taiwan	970.90	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	20.00%
Tajikistan	7.15	B3	2.82%	9.43%	3.47%	20.00%
Tanzania	52.09	B1	5.08%	12.21%	6.25%	30.00%
Thailand	455.22	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	20.00%
Togo	4.81	NA	8.46%	16.37%	10.41%	29.15%
Trinidad and Tobago	22.10	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	25.00%
Tunisia	40.26	B2	6.21%	13.60%	7.64%	25.00%
Turkey	851.10	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	22.00%
Turks and Caicos Islands	1.50	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	0.00%
Uganda	25.89	B2	6.21%	13.60%	7.64%	30.00%
Ukraine	112.15	Caa2	8.46%	16.37%	10.41%	18.00%
United Arab Emirates	382.58	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	55.00%
United Kingdom	2622.43	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	19.00%
United States	19390.60	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	25.00%
Uruguay	56.16	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	25.00%
Venezuela	250.00	C	18.00%	28.10%	22.14%	34.00%
Vietnam	223.86	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	20.00%
Yemen, Republic	NA	NA	18.00%	28.10%	22.14%	20.00%
Zambia	25.81	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	35.00%
Zimbabwe	17.85	NA	10.16%	18.46%	12.50%	25.00%

Sursa: [124]

Anexa 14

Tabelul A14. Mărimile coeficientului beta

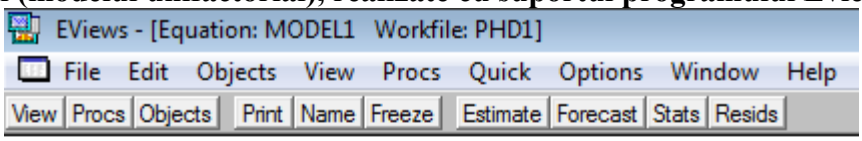
Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered Beta corrected for cash
Advertising	36	0.99	22.25%	11.96%	0.83	6.85%	0.89
Aerospace/Defense	73	0.92	20.81%	21.77%	0.79	6.35%	0.84
Air Transport	56	1.38	42.16%	19.40%	1.03	11.95%	1.17
Apparel	64	0.93	13.39%	21.60%	0.84	5.46%	0.89
Auto & Truck	31	1.29	125.80%	18.90%	0.64	11.63%	0.72
Auto Parts	64	0.99	52.49%	18.93%	0.69	9.69%	0.77
Bank	550	0.59	54.59%	27.81%	0.43	10.20%	0.47
Bank (Canadian)	7	0.72	10.07%	24.41%	0.67	4.78%	0.70
Bank (Foreign)	4	1.78	NA	0.00%	NA	NA	NA
Bank (Midwest)	37	0.79	61.47%	29.14%	0.55	8.86%	0.61
Beverage (Alcoholic)	27	0.66	23.56%	15.30%	0.55	1.67%	0.56
Beverage (Soft Drink)	21	0.71	13.63%	17.74%	0.63	3.75%	0.66
Biotechnology	105	1.56	4.39%	4.41%	1.50	6.65%	1.61
Building Materials	47	0.98	33.54%	23.55%	0.78	14.48%	0.91
Cable TV	23	1.76	38.89%	13.90%	1.31	2.42%	1.35
Canadian Energy	14	0.73	14.27%	30.19%	0.66	1.28%	0.67
Cement & Aggregates	13	1.02	26.35%	26.29%	0.85	2.61%	0.87
Chemical (Basic)	24	0.98	27.64%	13.31%	0.79	5.08%	0.83
Chemical (Diversified)	36	0.97	16.32%	25.87%	0.86	3.74%	0.90
Chemical (Specialty)	94	0.98	21.54%	19.08%	0.84	3.25%	0.87
Coal	16	1.75	15.96%	11.64%	1.53	4.11%	1.60
Computer Software/Svcs	425	1.84	3.56%	10.36%	1.79	10.49%	2.00
Computers/Peripherals	148	1.99	6.68%	7.84%	1.88	12.11%	2.14
Diversified Co.	134	0.87	22.60%	18.87%	0.74	5.95%	0.79
Drug	334	1.59	9.36%	6.09%	1.46	8.53%	1.60
E-Commerce	60	2.23	3.86%	9.38%	2.15	14.00%	2.50
Educational Services	37	1.09	2.65%	20.95%	1.06	8.99%	1.17
Electric Util. (Central)	24	0.94	69.87%	26.93%	0.62	1.66%	0.63
Electric Utility (East)	29	0.87	56.29%	28.01%	0.62	1.26%	0.63
Electric Utility (West)	16	0.97	58.80%	28.87%	0.68	3.26%	0.71
Electrical Equipment	94	1.52	72.60%	15.47%	0.94	7.73%	1.02
Electronics	186	1.49	14.54%	13.04%	1.33	14.11%	1.54
Entertainment	101	1.30	26.12%	16.69%	1.07	4.53%	1.12
Entertainment Tech	31	2.18	3.38%	10.21%	2.12	16.90%	2.55
Environmental	96	0.87	48.22%	9.45%	0.60	2.14%	0.62
Financial Svcs. (Div.)	269	0.89	132.40%	19.72%	0.43	6.92%	0.47
Food Processing	123	0.72	22.39%	19.60%	0.61	2.53%	0.63
Food Wholesalers	21	0.72	29.15%	23.66%	0.59	5.02%	0.62
Foreign Electronics	10	1.03	23.76%	41.66%	0.90	15.59%	1.07
Furn/Home Furnishings	38	0.87	30.22%	26.93%	0.71	4.45%	0.75
Grocery	19	1.04	39.11%	23.54%	0.80	5.43%	0.84
Healthcare Information	34	1.22	10.30%	10.07%	1.12	8.50%	1.22
Home Appliance	14	0.84	18.39%	14.69%	0.73	11.22%	0.82
Homebuilding	41	0.98	61.74%	23.77%	0.67	5.51%	0.71
Hotel/Gaming	84	0.77	33.19%	14.22%	0.60	2.99%	0.62
Household Products	31	0.79	18.46%	24.86%	0.69	2.74%	0.71
Human Resources	35	1.22	7.87%	25.27%	1.15	8.29%	1.26
Industrial Services	230	1.01	19.71%	16.91%	0.86	6.02%	0.92
Information Services	41	1.02	8.15%	18.42%	0.95	3.80%	0.99
Insurance (Life)	40	0.93	13.15%	23.66%	0.85	13.06%	0.98
Insurance (Prop/Cas.)	97	0.83	12.40%	18.73%	0.75	14.33%	0.88
Internet	329	2.30	2.28%	4.76%	2.25	8.55%	2.46

Investment Co.	20	0.75	103.83%	0.00%	0.37	5.64%	0.39
Investment Co.(Foreign)	15	1.21	4.09%	2.49%	1.16	2.53%	1.19
Machinery	139	1.01	31.26%	20.52%	0.81	4.62%	0.84
Manuf. Housing/RV	19	0.99	19.00%	19.77%	0.86	11.03%	0.96
Maritime	46	0.86	60.09%	5.91%	0.55	4.39%	0.58
Medical Services	186	0.94	17.47%	17.17%	0.82	11.80%	0.93
Medical Supplies	279	1.11	6.47%	13.16%	1.05	6.74%	1.12
Metal Fabricating	37	1.01	15.88%	24.89%	0.91	3.46%	0.94
Metals & Mining (Div.)	82	1.04	8.74%	7.81%	0.96	3.22%	0.99
Natural Gas (Distrib.)	30	0.73	60.93%	30.18%	0.51	2.60%	0.52
Natural Gas (Div.)	34	1.01	40.33%	22.04%	0.77	3.91%	0.80
Newspaper	18	0.76	30.08%	24.85%	0.62	1.53%	0.63
Office Equip/Supplies	26	1.02	24.34%	29.99%	0.87	6.01%	0.93
Oilfield Svcs/Equip.	110	1.05	11.72%	21.42%	0.96	4.33%	1.01
Packaging & Container	36	0.87	55.22%	25.40%	0.61	3.60%	0.64
Paper/Forest Products	42	0.84	56.50%	15.72%	0.57	5.38%	0.60
Petroleum (Integrated)	30	0.96	9.00%	29.47%	0,90	5.16%	0.95
Petroleum (Producing)	178	0.88	13.69%	14.79%	0.79	1.71%	0.80
Pharmacy Services	20	0.93	9.04%	27.16%	0.88	3.59%	0.91
Power	41	2.39	17.83%	6.84%	2.05	1.76%	2.08
Precious Metals	67	0.90	7.10%	6.54%	0.84	4.65%	0.88
Precision Instrument	104	1.71	8.97%	17.07%	1.59	13.52%	1.84
Publishing	50	0.89	32.54%	18.02%	0.70	3.76%	0.73
R.E.I.T.	143	0.77	63.99%	1.41%	0.47	4.65%	0.50
Railroad	20	0.96	29.86%	23.61%	0.78	1.98%	0.79
Recreation	84	1.12	20.04%	18.03%	0.96	4.94%	1.01
Restaurant	81	0.80	15.21%	19.13%	0.71	4.14%	0.74
Retail (Special Lines)	164	0.98	8.43%	23.42%	0.92	9.15%	1.02
Retail Automotive	15	1.04	34.98%	34.85%	0.84	4.60%	0.89
Retail Building Supply	9	0.95	5.82%	27.35%	0.91	1.26%	0.92
Retail Store	51	0.94	16.61%	21.10%	0.83	4.47%	0.87
Securities Brokerage	32	1.29	155.35%	21.27%	0.58	25.89%	0.78
Semiconductor	124	2.92	4.97%	10.47%	2.79	12.37%	3.19
Semiconductor Equip	14	2.95	7.53%	21.31%	2.78	18.08%	3.40
Shoe	24	1.08	3.64%	28.93%	1.05	8.36%	1.15
Steel (General)	30	1.16	14.62%	29.85%	1.05	7.35%	1.13
Steel (Integrated)	16	1.50	23.62%	18.09%	1.26	9.77%	1.39
Telecom. Equipment	136	2.35	5.28%	10.38%	2.24	14.60%	2.63
Telecom. Services	173	1.43	32.64%	12.90%	1.11	3.55%	1.15
Thrift	248	0.56	22.62%	25.14%	0.48	11.25%	0.54
Tire & Rubber	10	0.96	14.18%	5.94%	0.85	6.11%	0.90
Tobacco	11	0.79	17.06%	26.74%	0.70	4.02%	0.73
Toiletries/Cosmetics	21	0.83	18.06%	20.95%	0.72	4.94%	0.76
Trucking	38	0.98	40.58%	30.50%	0.77	5.40%	0.81
Utility (Foreign)	6	1.00	62.76%	11.52%	0.64	3.70%	0.67
Water Utility	16	0.73	48.86%	29.78%	0.54	0.70%	0.54
Wireless Networking	73	2.41	17.70%	9.93%	2.08	6.50%	2.22
Other	1	1.06	2.45%	0.00%	1.03	1.44%	1.05
Market	7661	1.14	32.11%	16.40%	0.90	7.53%	0.98

Sursa: [124]

Anexa 15

Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul unifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0



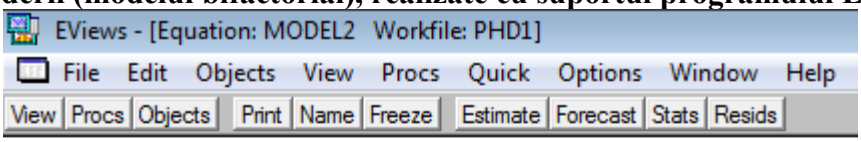
Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/08/19 Time: 17:24
Sample: 1 59
Included observations: 59

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41400.89	9994.145	4.142515	0.0001
X	0.359735	0.072690	4.948916	0.0000

R-squared	0.300543	Mean dependent var	55698.83
Adjusted R-squared	0.288272	S.D. dependent var	87109.37
S.E. of regression	73488.94	Akaike info criterion	25.28097
Sum squared resid	3.08E+11	Schwarz criterion	25.35139
Log likelihood	-743.7886	F-statistic	24.49177
Durbin-Watson stat	1.784983	Prob(F-statistic)	0.000007

Anexa 16

Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0



Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/08/19 Time: 17:29
Sample: 1 59
Included observations: 59

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2805.505	11450.65	0.245008	0.8073
X1	0.426694	0.062592	6.817063	0.0000
X2	0.180126	0.071034	2.535767	0.0140

R-squared	0.514156	Mean dependent var	55698.83
Adjusted R-squared	0.496804	S.D. dependent var	87109.37
S.E. of regression	61792.17	Akaike info criterion	24.95045
Sum squared resid	2.14E+11	Schwarz criterion	25.05609
Log likelihood	-733.0383	F-statistic	29.63162
Durbin-Watson stat	1.487949	Prob(F-statistic)	0.000000

Anexa 17

Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul unifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0

EViews - [Equation: MODEL1 Workfile: PHD FINAL]

File Edit Objects View Procs Quick Options Window Help

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 08:31
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9734.463	15495.50	0.628212	0.5400
X	0.508004	0.073786	6.884819	0.0000

R-squared	0.771990	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.755703	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	52350.54	Akaike info criterion	24.68578
Sum squared resid	3.84E+10	Schwarz criterion	24.78235
Log likelihood	-195.4862	F-statistic	47.40073
Durbin-Watson stat	1.816920	Prob(F-statistic)	0.000008

Anexa 18

Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial), realizate cu suportul programului Eviews 8.0

EViews - [Equation: MODEL2 Workfile: PHD FINAL]

File Edit Objects View Procs Quick Options Window Help

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

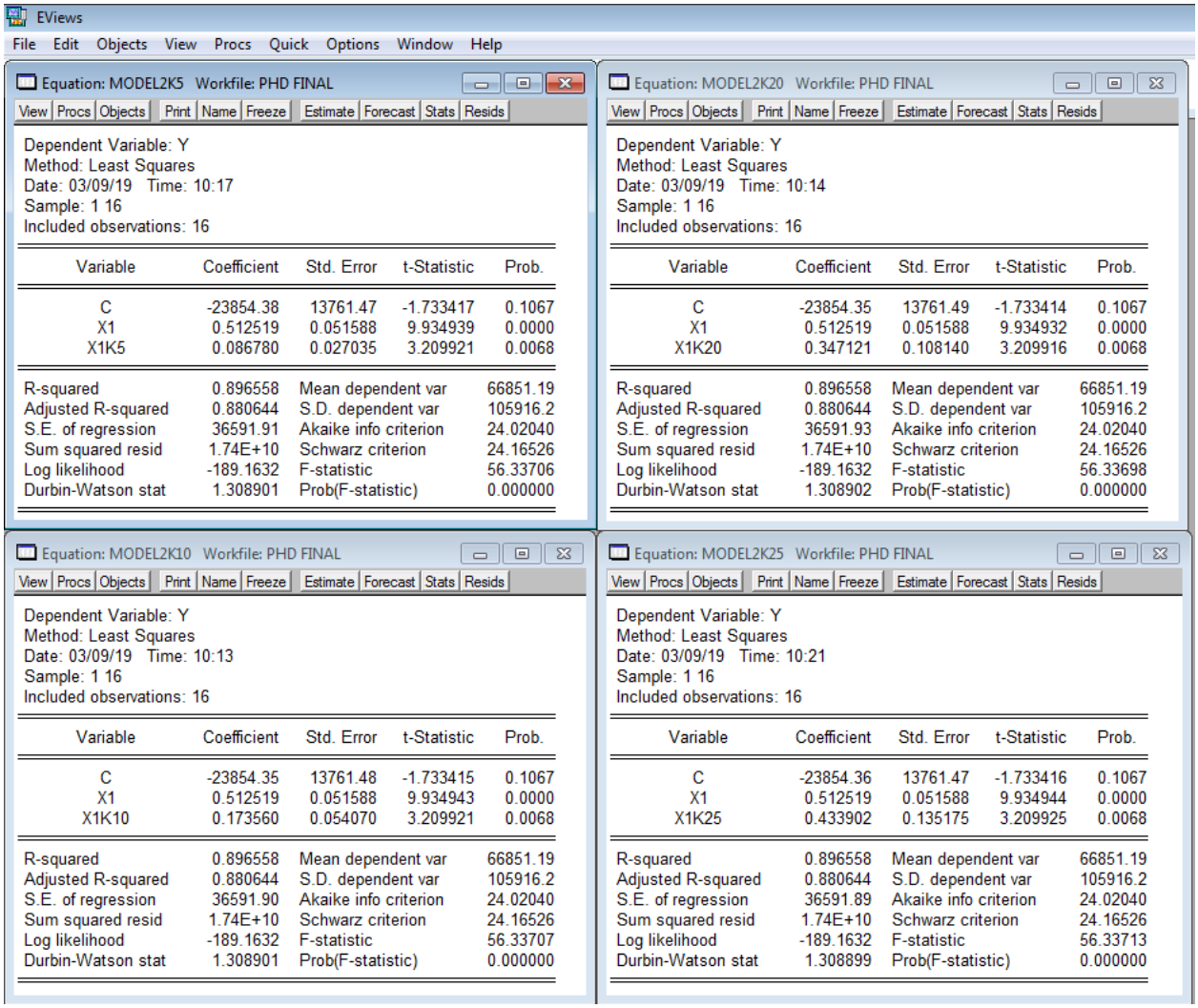
Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 08:31
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23854.33	13761.47	-1.733414	0.1067
X1	0.512519	0.051587	9.934949	0.0000
X2	0.260341	0.081105	3.209925	0.0068

R-squared	0.896558	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.880644	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	36591.88	Akaike info criterion	24.02040
Sum squared resid	1.74E+10	Schwarz criterion	24.16526
Log likelihood	-189.1632	F-statistic	56.33713
Durbin-Watson stat	1.308903	Prob(F-statistic)	0.000000

Anexa 19

Rezultatele estimării dependenței între capitalizarea de piață și valoarea fundamentală a întreprinderii (modelul bifactorial) la diferite rate a rentabilității solicitate a capitalului propriu, realizate cu suportul programului Eviews 8.0



EViews

File Edit Objects View Procs Quick Options Window Help

Equation: MODEL2K5 Workfile: PHD FINAL

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 10:17
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23854.38	13761.47	-1.733417	0.1067
X1	0.512519	0.051588	9.934939	0.0000
X1K5	0.086780	0.027035	3.209921	0.0068

R-squared	0.896558	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.880644	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	36591.91	Akaike info criterion	24.02040
Sum squared resid	1.74E+10	Schwarz criterion	24.16526
Log likelihood	-189.1632	F-statistic	56.33706
Durbin-Watson stat	1.308901	Prob(F-statistic)	0.000000

Equation: MODEL2K20 Workfile: PHD FINAL

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 10:14
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23854.35	13761.49	-1.733414	0.1067
X1	0.512519	0.051588	9.934932	0.0000
X1K20	0.347121	0.108140	3.209916	0.0068

R-squared	0.896558	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.880644	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	36591.93	Akaike info criterion	24.02040
Sum squared resid	1.74E+10	Schwarz criterion	24.16526
Log likelihood	-189.1632	F-statistic	56.33698
Durbin-Watson stat	1.308902	Prob(F-statistic)	0.000000

Equation: MODEL2K10 Workfile: PHD FINAL

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 10:13
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23854.35	13761.48	-1.733415	0.1067
X1	0.512519	0.051588	9.934943	0.0000
X1K10	0.173560	0.054070	3.209921	0.0068

R-squared	0.896558	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.880644	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	36591.90	Akaike info criterion	24.02040
Sum squared resid	1.74E+10	Schwarz criterion	24.16526
Log likelihood	-189.1632	F-statistic	56.33707
Durbin-Watson stat	1.308901	Prob(F-statistic)	0.000000

Equation: MODEL2K25 Workfile: PHD FINAL

View | Procs | Objects | Print | Name | Freeze | Estimate | Forecast | Stats | Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 03/09/19 Time: 10:21
Sample: 1 16
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23854.36	13761.47	-1.733416	0.1067
X1	0.512519	0.051588	9.934944	0.0000
X1K25	0.433902	0.135175	3.209925	0.0068

R-squared	0.896558	Mean dependent var	66851.19
Adjusted R-squared	0.880644	S.D. dependent var	105916.2
S.E. of regression	36591.89	Akaike info criterion	24.02040
Sum squared resid	1.74E+10	Schwarz criterion	24.16526
Log likelihood	-189.1632	F-statistic	56.33713
Durbin-Watson stat	1.308899	Prob(F-statistic)	0.000000

Anexa 20

Tabelul A20. Etapele de dezvoltare a gestiunii proprietăților întreprinderilor din Republica Moldova

Nr.	Denumirea etapei și perioada	Caracteristicile etapei
1.	Privatizarea proprietății de stat și crearea în masă de noi întreprinderi (1991-1993)	– Transferul proprietății publice ale întreprinderilor către cetățenii privați din Republica Moldova, în particular, printr-o hârtie de valoare emisă – bon patrimonial, care conferea dreptul de a achiziționa proprietatea publică. – Crearea în masă și încetarea activității burselor de mărfuri și valori. – Apariția băncilor comerciale și instituțiile financiare specializate, implicate în activitatea de brokeraj, dealing și valori mobiliare. – Prezența instituțiilor financiare nu a dus la utilizarea în practica economică, inclusiv în activitatea de evaluare, a principiilor de stabilire a valorii întreprinderilor cotate public, care constituie baza pentru o abordare comparativă a valorii. – Baza pentru stabilirea valorii se declara costul de înlocuire a obiectelor materiale, utilizată în cadrul privatizării obiectelor de producere materială (întreprinderi industriale, de comunicații, transport, imobiliare, etc.). – La acel moment în Republica Moldova nu se opera cu categorii de valoare, dar analiza acestei etape de pe pozițiile moderne a valorii, demonstrează că complexul de proprietate al întreprinderilor în ansamblu era evaluat prin metodele bazate pe cheltuieli. – Au fost puse bazele pentru dezvoltarea abordărilor de evaluare a întreprinderilor bazate pe cheltuieli și comparație. – Începe a fi dezvoltată ideea abordării în baza veniturilor prin Legea RSSM din 3 iulie1991, nr. 1531 „Cu privire la privatizarea întreprinderilor de stat și municipale în RSSM“, unde era prevăzut în mod expres cerința ca costul întreprinderilor privatizate să fie determinat prin luarea în considerare a profitabilității viitoare. Însă, la momentul respectiv nu au fost elaborate instrumentele de determinare a valorii.
2.	Consolidarea proprietății și preluarea controlului asupra întreprinderilor (1994-1998).	– Demararea proceselor de consolidare a proprietății în Republica Moldova: o parte din cetățeni pur și simplu au vândut bonurile patrimoniale altor persoane. – Crește semnificativ numărul de instituții special create pentru comercializarea valorilor mobiliare ale întreprinderilor – societăți pe acțiuni, s-au format investitorii instituționali, inclusiv fondurile de investiții colective. – Trăsătura distinctivă a acestei etape este formarea Bursei de valori a Moldovei, cu ajutorul partenerilor externi, în primul rând SUA, Marea Britanie și Germania. – Finalizarea procesului de circulație a bonurilor patrimoniale a dus la noi metode de redistribuire a proprietății, și anume cea mai populară – metoda falimentului întreprinderilor. Adică, achiziționarea întreprinderilor la un preț cât mai ieftin posibil, și nu exista înțelegerea că se cumpără nu numai complexul patrimonial al întreprinderii, dar și afacerea, abordările și metodele de evaluare au rămas practic neschimbate. – În scopul evaluării întreprinderilor în principal era utilizată abordarea bazată pe cheltuieli (era determinată valoarea de lichidare a întreprinderii); – Au început a fi utilizate elemente ale abordării pe bază de venituri, care lua în considerare posibilitatea obținerii veniturilor din vânzarea patrimoniului întreprinderii lichidate. Astfel, la etapa de consolidare a proprietății, din punct de vedere a activității de evaluare, s-au evidențiat unele progrese: în plus față de abordarea pe bază de cheltuieli, a început a fi utilizată abordarea pe baza de venituri.

3.	Restructurarea întreprinderilor (1999-2003)	– Scopul principal al întreprinderilor și companiilor era folosirea restructurării ca modalitate de creștere a valorii complexului patrimonial și atragerea noilor investitori. – Reforme în sectoarele monopoliste, în principal în industria energiei electrice. Ideea de bază era de a diviza întreprinderile monopoliste într-o serie de întreprinderi specializate și transferul activităților către întreprinderile specializate pe principiul: o întreprindere – un business. – Apariția companiilor de investiții specializate în prestarea serviciilor de atragerea a investițiilor nu doar din surse interne, ci și din exterior. – Ca urmare a restructurării, a apărut necesitatea de a aborda conștient întrebarea privind evaluarea întreprinderilor restructurate, nu numai din punct de vedere patrimonial, dar și a business-ului în general. – Utilizarea activă a metodelor de evaluare a întreprinderilor. Din punct de vedere practic a apărut întrebarea privind utilizarea metodelor tuturor celor trei abordări – cheltuieli, venituri și comparative, precum și a evaluării tuturor tipurilor de active: atât corporale, cât și necorporale.
4.	Implementarea principiilor de guvernare corporativă a întreprinderilor (2004-2008)	– Se caracterizează printr-o situație economică bună: ritmuri mari de creștere, condiții economice favorabile, crearea de noi afaceri și dezvoltarea dinamică a afacerilor existente. – Proprietarii afacerilor au început să se detașeze de gestionarea operațională a companiilor, concentrându-se asupra aspectelor strategice și monitorizării fluxurilor de numerar, folosind de exemplu: zonele off-shore, prețurile de transfer, etc.. – O abordare actuală a constituit problema repartizării competențelor între proprietari și manageri, căutarea unui nou model de management prin definirea rolurilor și a funcțiilor proprietarilor și managerilor. – Construirea unui sistem de guvernare corporativă de pe pozițiile valorii În lucrările oamenilor de știință autohtoni a apare argumentarea științifică a managementului corporativ de pe pozițiile gestiunii valorii întreprinderii, care a pus bazele elaborării unei metodologii de evaluare a întreprinderilor. – Demararea crizei economice, care într-o perioada scurtă de timp a schimbat totul, inclusiv valoarea întreprinderilor și a patrimoniului acestora. Aceasta a determinat necesitatea regândirii paradigmei de gestiune și trecerea următoarea etapă de gestiunea întreprinderilor.
5.	Gestiunea întreprinderilor în baza valorii (din 2009 până în prezent).	– O importanță deosebită, atât în aspect teoretico-metodologic, cât și practic, dobândesc teoriile economice bazate pe ipoteza că cel mai bun indicator al eficienței activității întreprinderii este valoarea, dar nu indicatorii contabili ai profitului și rentabilității. – Schimbarea filozofiei de evaluare a performanței întreprinderii, a necesitat dezvoltarea unui concept special de gestiune a valorii entităților de afaceri. – Principalele direcții au constituit: implicarea investitorilor minoritari și modificarea cotei statului în proprietatea mai multor întreprinderi, inclusiv vânzarea întreprinderilor non-strategice. – Piața financiară s-a format ca un segment separat al economiei și îndeplinește pe deplin funcția de distribuire și redistribuire a resurselor investiționale. – Atragerea investițiilor de pe piața externă, fapt care a forțat operarea cu termenul „valoarea întreprinderii“ ca o oportunitate de a obține aceste resurse.

Sursa: elaborat de autor [18]

Anexa 21

Factorii cu impact asupra structurii capitalului:

I. FACTORI DE MACRONIVEL:

1. Factori macroeconomici:

- Structura ultilizării PIB în particular ponderea economiilor bute în PIB, deoarece economiile reprezintă resurse investiționale importante;
- Nivelul și ritmul inflației, care au un impact direct asupra constului capitalului împrumutat;
- Faza ciclului economic, ce influențează nivelul profitului, respectiv necesitatea în mijloacce atrase;
- Starea cererii solvabile de consum intern, dinamica căreia reflectă starea economiei în general, inclusiv asupra volumului proiectelor investiționale potențiale;
- Atractivitatea climetului investițional, chemată să reducă refluxul de capital național peste hotarele țării, precum și de a majora investițiile străine.

2. Factori instituționali:

- Nivelul dezvoltării institutelor financiare , precum bursa de valori, sistemul bancar, care asigură funcționarea pieței capitalului;
- Funcționarea eficientă a institutului statului ca regulator al proceselor de reproducție, ce garantează apărarea drepturilor propritarilor, creditorilor și investitorilor.

3. Politica de reglementare a statului:

- Politica bugetară, care prevede posibilitatea finațării activității întreprinderilor din contul mijloacelor bugetare;
- Politica fiscală, care are un impact major asupra procesului decizional privind structura capitalului;
- Politica monetar-creditară, ce influențează asupra ratelor dobânzii la resursele creditare.

II. FACTORI DE MICRONIVEL:

1. Factori obiectivi:

- Perioadele formării capitalului, spre exemplu, la etapa de lansare a ciclului de viață a întreprinderii, când are loc formarea capitalului inițial, întreprinderea contează doar pe capitalul proprietarilor;
- Specificul ramurii, ce se rezumă la atractivitatea pentru creditori și investitori, precum și în posibilitatea finanțării din resurselel bugetului de stat, asupra potențialului de dezvoltare a businesului un impact major îl are perioada ciclului operațional;
- Dinamismul mediului înconjurător, cu impact asupra gradului de risc a politicii promovate de managerii întreprinderii;
- Amenințările unor fuziuni și acaparări forțate, ce impune răscumpărarea acțiunilor cu drept de vot de la acționari;
- Dimensiunea întreprinderii, pe de o parte, determină necesitatea în capital atras, iar pe de altă parte libertatea accesului la piața de capital;
- Etapa ciclului de viață a întreprinderii;
- Existența cadrelor calificate, cu expertiză practică în domeniu.

2. Factori subiectivi:

- Disponibiltatea managerilor și acționarilor de accepta un nivel determinat al riscului financiar;
- Evaluarea de management a gradului de importanță a scopurilor, care trebuie atinse prin alegerea surselor de finanțare, și prin urmare a structurii capitalului;
- Disponibilitatea managerilor și acționarilor de prezenta informații deschise și transparente pentru acces pe piața organizată a capitalului.

Anexa 22

Tabelul A22. Lista societăţilor pe acţiuni selectate pentru cercetare, cu excepţia companiilor de asigurări şi băncilor comercial

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	Adresa juridică	ISIN	CAEM	Tipul de activitate	Numărul valorilor mobiliare	Valoarea nominală	Capitalul social	Numărul acţionarilor
1	2	3	5	6	7	8	9	10	11
1	BEERMASTER S.A.	mun. Bălţi, str. Sadoveanu, 35	MD14BEMA1004	15960	Producerea produselor alimentare	142 696	9	1 284 264	4 704
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	r-ul Anenii Noi, s. Salcia	MD14COBU1000	C14104	Extragerea zăcămintelor minerale	148 200	15	2 223 150	61
3	CARMEZ S.A.	mun. Chişinău, şos. Munceşti, 121	MD14RMEZ1007	D15111	Industrie	2 160 905	10	21 609 050	2 769
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	r-nul Edineţ, or. Cupcini, str. Chişinăului, 47	MD14CUPC1008	I63120	Prestarea serviciilor de primire, păstrare a cerealelor	1 493 033	10	14 930 330	25 769
5	CONSTRUCTORUL S.A.	mun. Bălţi, str. M.Viteazul, 6	MD14CONB1009	45211	Construcţii	658 501	30	19 755 030	2 074
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	or. Soroca, str. Ştefan cel Mare, 133	MD14SORO1002	D15510	Prelucrătoare laptelui	13 133 785	10	131 337 850	212
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	r-nul Floreşti, s.Varvareuca	MD14FUDF1006	15510	Prelucrarea laptelui	90 898	50	4 544 900	157
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	r-nul Cahul, s. Slobozia Mare, str. Unirii, 1	MD14SLOB1004	D15930	Vinificaţie	465 938	10	4 659 380	1 400
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	mun. Bălţi, str. 31 August, 6	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	15140	Industria alimentară	740794 4184	20	14 899 560	1 345
10	FRANZELUŢA S.A.	mun. Chişinău, str. Sarmizegetusa, 30	MD14FRAN1004	15810	Fabricarea pîinii şi a produselor de pateserie proaspete	1 779 826	20	37 450 040	1 699
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	mun. Chişinău, str. Uzinelor, 201	MD14GLAS1004		Fabricarea ambalajelor din sticlă	503 196	484	243 546 864	12
12	IMPERIAL VIN S.A.	r-l Cantemir, s. Pleseni	MD14IMPI1006	15930	producerea vinului	403 425	41	16 540 425	146
13	INCOMLAC S.A.	mun. Bălţi, str. Calea Ieşilor, 180	MD14COML1008	15201	Industria prelucrătoare	644 045	50	32 202 250	315
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	mun. Bălţi, str. Decebal, 9	MD14RIFA1001	73100	Ştiinţa	384 139	5	1 920 695	4
15	IONEL S.A.	mun. Chişinău, str.Bulgară,47	MD14NELI1003	D18220	Producere	9 645 588	2	19 291 176	10 975
16	MAGISTRALA S.A.	mun. Bălţi, str. 31 August, 20 "b"	MD14MAGI1005	45230	Construcţia şi reparaţie drumurilor	1 925 958	5	9 629 790	205
17	MEZON S.A.	mun. Chişinău, bd. Moscovei, 21	MD14MEZO1000	K70200	Industrie, arenda	7 507 452	10	75 074 520	1 822
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	mun. Bălţi, str. Industrială, 4	MD14ROTE1003	22212	Producerea tehnicii agricole	27 162 708	1	27 162 708	240
19	MOLD-NORD S.A.	or. Făleşti, str. Ştefan cel Mare, 1	MD14MDND1008	15520	Vinificaţie	2 033 300	20	40 666 000	686
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	mun. Chişinău, str. Meşterul Manole, 7	MD14MHID1001	D29121	Fabricarea pompelor	51 367 919	1	51 367 919	3 088
21	NORD-ZAHĂR S.A.	or. Briceni, str. Uzinelor, 30	MD14ZABR1004	18111	Zahăr	6 876 141	10	68 761 410	37 320
22	PIELART S.A.	mun. Chişinău, str. Calea Ieşilor, 10	MD14PIEL1001	K70200	Servicii de Construcţii	1 194 432	40	47 777 280	2 568
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	mun. Bălţi, str. Heciului, 2	MD14SEAU1005	50301	Comerţ	108 233	23	2 489 359	342
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	or. Drochia, str. 27 August, 1	MD14ROZA1009	15830	Industrie	10 916 660	10	109 166 600	6 884
25	SUPRATEN S.A.	mun. Chişinău, str. Petricani, 84	MD14RATE1009	D24301	Producere	516 986	14	7 237 804	2 297
26	TAXI-SERVICE S.A.	mun. Chişinău, str. Calea Ieşilor, 14	MD14TAXI1007	K70200	arenda	314 560	10	3 145 600	283
27	TOPAZ S.A.	mun. Chişinău, piaţa D. Cantemir, 1	MD14TOPA1009	D29408	producerea echipamentului tehnologic	3 292 657	24	79 023 768	404
28	TRICON S.A.	or. Cahul, str. Ştefan cel Mare, 20	MD14TRIC1003	D18220	Producere	470 739	35	16 475 865	1 670
29	TUTUN - CTC S.A.	mun. Chişinău, str. Ismail, 116	MD14TCTC1007	16000	Industria tutunului	5 591 020	20	111 820 400	614
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	r-ul Ialoveni, s. Bardar, str. Uzinelor,3	MD14BARD1000	15910	Fabricarea, păstrarea şi comercializarea angro a alcoolului etilic şi a producţiei alcoolice	156 699	35	5 484 465	752
31	VINIA TRAIAN	or. Cahul, com. Găvănoasa	MD14VITR1000	D15930	Servicii	124 986	50	6 249 300	95
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	mun. Chişinău , str. Mesager, 1	MD14VITM1005	D24520	Industrie	1 774 987	11	19 524 857	535

Sursa: în baza datelor Comisiei Naţionale a Pieţei Financiare

Anexa 23

Tabelul A23. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2012

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acţiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acţionari	Dividende calculate în 2012 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acţiune, lei
1	2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	142 696	9	1 284 264	4 706	0	6 259 818	853 612	38 686 496	57 213 228	39 638 218	277.78
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	148 210	15	2 223 150	61	0	608 013	66 632	25 899 924	52 700 314	28 429 169	191.82
3	CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 788	0	-26 496 929	0	110 797 450	119 372 542	35 293 463	16.33
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 769	0	-100 272	0	35 073 378	51 909 390	37 799 123	25.32
5	CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 050	2 071	0	2 230 371	149 204	19 933 864	92 915 893	73 977 543	112.34
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	212	0	-3 035 906	11 109	161 936 183	183 829 880	125 550 818	9.56
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	90 898	50	4 544 900	157	0	1 645 012	714 274	110 172 882	78 618 009	61 317 767	674.58
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	10	4 659 380	1 400	0	131 543		7 532 256	36 653 771	1 620 381	3.48
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	744 978	20	14 899 560	1 352	0	-26 192 270	0	989 505 962	996 340 945	356 987 622	479.19
10	FRANZELUŢA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 768	991 897	1 230 436	1 680 764	564 519 597	306 208 359	245 895 971	138.16
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	-14 866 245	0	431 894 429	470 012 281	288 933 134	574.20
12	IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	146	0	4 562 572		72 704 418	208 750 237	163 668 372	405.70
13	INCOMLAC S.A.	644 045	50	32 202 250	316	0	30 712 001	4 480 385	488 452 935	395 210 577	202 229 461	314.00
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	311 969	14 123 194	2 061 891	51 264 032	33 923 975	31 856 267	82.93
15	IONEL S.A.	9 645 588	2	19 291 176	10 989	1 157 470	2 636 294	478 131	62 938 498	74 312 654	66 255 553	6.87
16	MAGISTRALA S.A.	1 925 958	5	9 629 790	205	0	389 191	66 864	42 638 034	44 100 390	21 613 843	11.22
17	MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	2 492 418	110 916	6 132 867	95 806 462	81 619 658	10.87
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	242	5 095 724	4 017 638	464 644	80 992 491	67 933 847	37 386 748	1.38
19	MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	694	0	1 247 517	9 024	48 627 401	103 262 850	47 663 025	23.44
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	51 234 875	1	51 367 919	3 101	0	6 679 129	1 242 425	119 929 624	175 530 119	99 135 523	1.93
21	NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 324	0	-1 011 345	0	15 250	142 345 626	133 513 258	19.42
22	PIELART S.A.	1 194 432	40	47 777 280	2 568	0	8 263 408	1 281 735	27 117 458	162 401 112	95 709 254	80.13
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 360	342	0	484 638	14 474	8 501 683	14 142 563	5 964 298	55.11
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 902	36 657 524	75 415 871	15 606 341	1 009 067 338	1 010 249 392	732 821 172	67.13
25	SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 297	0	6 347 014	1 844 007	582 106 956	315 071 344	110 275 091	213.30
26	TAXI-SERVICE S.A.	314 560	10	3 145 600	283	0	289 332	1 971	2 444 764	5 487 486	4 406 177	14.01
27	TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 023 768	403	0	1 456 363	0	23 306 337	75 147 966	61 300 135	18.62
28	TRICON S.A.	470 739	35	16 475 865	1 671	0	-3 286 452		30 558 341	31 346 302	26 009 831	55.25
29	TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 400	628	38 440 307	44 979 579	7 296 814	427 203 496	456 517 190	375 572 803	67.17
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	755	0	4 705 457	21 802	40 899 452	94 313 691	35 847 361	228.77
31	VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 304	94	0	4 003 054	477 903	49 427 430	120 432 135	99 768 381	798.24
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	1 774 987	11	19 524 857	535	8 876	8 037	0	18 060 379	45 346 143	34 243 102	19.29
	TOTAL	**153 601 556**	**1 085**	**1 247 252 634**	**111 617**	**82 663 767**	**149 928 481**	**38 934 922**	**5 688 341 605**	**6 117 406 673**	**3 762 302 522**	**4 998**
	MEDIA	**4 800 049**	**34**	**38 976 645**	**3 488**	**2 583 243**	**4 685 265**	**1 216 716**	**177 760 675**	**191 168 959**	**117 571 954**	**156**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 24

Tabelul A24. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2013

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acțiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acționari	Dividende calculate în 2013 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acțiune, lei
1	2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	142 696	9	1 284 264	4 704	0	6 242 789	794 093	41 858 772	63 595 370	45 805 606	321
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	148 200	15	2 223 150	61	0	-399 037	0	31 501 510	53 096 104	27 836 828	188
3	CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 769	0	-4 285 587	0	107 765 714	114 317 421	31 467 765	15
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 769	0	9 829 490	773 284	68 011 035	56 906 227	47 706 184	32
5	CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 030	2 074	0	299 468	34 047	23 595 338	77 797 299	71 267 294	108
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	212	0	-6 964 183	4 582 212	183 454 231	193 238 604	118 655 370	9
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	90 898	50	4 544 900	157	0	2 555 820	599 266	132 176 428	81 110 544	63 873 587	703
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	10	4 659 380	1 400	0	5 221 186	478 914	25 612 874	72 962 721	9 166 615	20
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	744 978	20	14 899 560	1 345	0	-23 122 845	0	527 435 883	894 867 151	328 823 689	441
10	FRANZELUȚA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 699	0	11 046 959	2 049 386	593 532 965	364 630 844	256 534 690	144
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	14 414 277	4 723 115	457 869 402	469 669 963	302 722 672	602
12	IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	146	0	5 992 903	319 056	8 228 882	217 675 491	169 661 275	421
13	INCOMLAC S.A.	644 045	50	32 202 250	315	0	35 331 439	4 706 203	564 105 172	436 195 501	237 560 900	369
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	7 498 604	100 865	23 903	15 871 025	29 869 370	24 316 992	63
15	IONEL S.A.	9 645 588	2	19 291 176	10 975	0	4 773 980	683 092	68 401 793	81 171 045	71 029 533	7
16	MAGISTRALA S.A.	1 925 958	5	9 629 790	205	0	-1 572 887	0	42 913 311	36 422 310	17 194 707	9
17	MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	1 237 247	146 846	22 590 088	96 185 120	83 105 287	11
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	240	2 773 312	4 865 830	602 420	69 955 343	65 622 843	39 117 678	1
19	MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	686	0	439 723	0	66 135 482	138 945 974	48 102 748	24
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	51 367 919	1	51 367 919	3 088	0	5 440 001	1 157 713	105 939 554	225 085 254	104 575 524	2
21	NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 320	0	-38 357	0	12 175	138 819 889	132 424 203	19
22	PIELART S.A.	1 194 432	40	47 777 280	2 568	0	8 414 925	1 222 947	27 425 388	170 757 051	104 033 452	87
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 359	342	0	160 176	10 353	9 160 476	16 462 977	6 124 474	57
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 884	30 978 189	-4 935 906	0	959 272 740	1 340 824 056	696 345 655	64
25	SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 297	0	6 519 100	1 625 170	679 387 110	419 779 395	116 614 479	226
26	TAXI-SERVICE S.A.	314 560	10	3 145 600	283	0	269 017	12 373	2 333 472	5 189 364	4 675 194	15
27	TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 023 768	404	0	864 497	0	28 568 205	133 225 422	117 259 747	36
28	TRICON S.A.	470 739	35	16 475 865	1 670	0	1 058 493	163 642	29 433 700	30 374 605	27 068 324	58
29	TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 400	614	22 489 789	11 253 920	2 412 743	311 454 357	415 145 529	357 595 093	64
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	752	0	1 185 982	0	37 038 590	65 883 171	36 092 689	230
31	VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 300	95	0	3 508 878	478 483	57 126 613	131 386 880	103 289 363	826
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	1 774 987	11	19 524 857	535	0	22 652	0	20 397 451	50 869 718	33 439 180	19
	TOTAL	**153 734 590**	**1 085**	**1 247 252 609**	**111 447**	**63 739 894**	**99 730 815**	**27 599 261**	**5 318 565 079**	**6 688 083 213**	**3 833 486 797**	**5 189**
	MEDIA	**4 804 206**	**34**	**38 976 644**	**3 483**	**1 991 872**	**3 116 588**	**862 477**	**166 205 159**	**209 002 600**	**119 796 462**	**162**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 25

Tabelul A25. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2014

Denumirea societății pe acțiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acțiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acționari	Dividende calculate în 2014 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acțiune, lei
2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
BEERMASTER S.A.	839 160	9	7 552 440	4 705	0	-3 011 112	38 474	48 551 876	59 419 177	48 938 827	58.32
CARIERA COBUȘCA S.A.	148 210	15	2 223 150	61	0	3 580 795	429 654	37 801 812	57 035 281	31 325 707	211.36
CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 639	0	-4 285 587	0	29 719 415	99 837 621	29 497 772	13.65
CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 768	0	878 726	22 790	57 973 535	65 157 168	48 584 845	32.54
CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 050	2 075	0	32 331	0	12 470 891	76 530 579	70 431 842	106.96
FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	212	0	-12 044 085	4 044 267	205 229 299	194 411 590	106 611 382	8.12
FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	90 898	50	4 544 900	157	0	6 084 271	1 122 790	134 302 174	84 882 987	69 663 002	766.39
Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	19	8 852 822	1 400	0	10 010 202	956 684	49 520 968	83 862 602	20 322 994	43.62
FLOAREA SOARELUI S.A.	740 794	20	14 899 578	1 345	0	3 881 749	0	519 407 685	955 347 827	330 892 415	444.16
FRANZELUȚA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 699	25 812 816	1 383 556	1 679 851	619 793 881	416 524 530	256 623 260	137,05
GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	26 886 546	7 486 327	518 087 204	490 979 471	324 561 729	645.00
IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	146	0	3 575 947	345 594	42 497 878	213 933 912	173 237 222	429.42
INCOMLAC S.A.	644 045	50	32 202 250	314	0	43 246 418	0	616 430 216	497 890 217	279 707 719	434.30
INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	50 432	1 112 143	305 610	35 932 114	27 098 159	25 335 547	65.95
IONEL S.A.	9 645 588	3	28 936 764	10 976	0	9 832 654	1 438 566	79 378 364	92 221 120	78 933 069	8.18
MAGISTRALA S.A.	2 914 105	5	14 570 525	196	0	-1 242 266	0	49 389 829	43 213 901	18 845 629	6.47
MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	2 940 374	562 406	24 951 157	93 758 660	85 608 312	11.40
MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	233	3 357 310	5 485 713	831 006	77 334 492	65 332 554	40 808 156	1.50
MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	681	0	993 442	200 546	58 823 671	152 281 196	49 096 190	24.15
MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	51 234 875	1	51 367 919	3 087	0	5 440 001	1 086 542	127 127 465	225 085 254	104 575 524	2.04
NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 320	0	-868 921	0	14 610	130 342 433	124 321 898	18.08
PIELART S.A.	1 194 432	40	47 777 280	2 555	0	8 836 816	1 820 211	32 472 700	168 811 201	112 928 992	94.55
SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 360	342	0	117 660	13 978	8 821 024	15 563 397	6 218 832	57.46
SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 902	0	-19 039 448	0	1 181 919 523	1 505 333 758	675 917 169	61.92
SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 298	0	8 800 824	1 932 111	954 519 061	453 239 505	124 209 713	240.26
TAXI-SERVICE S.A.	314 560	10	3 145 600	281	0	540 171	14 223	2 316 242	5 288 020	5 215 365	16.58
TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 023 768	404	0	1 128 222	0	35 595 034	128 808 726	117 879 938	35.80
TRICON S.A.	470 739	35	16 475 865	1 670	0	3 531 995	577 507	37 670 417	33 323 425	30 600 319	65.00
TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 414	609	5 626 960	12 286 433	2 321 351	178 849 240	404 381 227	360 599 333	64.50
VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	690	0	3 375 000	198 993	27 440 442	60 811 657	39 467 689	251.87
VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 300	89	0	3 169 218	432 166	46 232 128	130 005 301	106 383 626	851.16
VIORICA-COSMETIC S.A.	1 774 987	11	19 524 857	535	0	-3 497 814	0	24 318 235	59 110 491	23 753 724	13.38
TOTAL	**155 281 983**	**1 095**	**1 272 300 603**	**111 227**	**34 847 518**	**123 161 974**	**27 861 647**	**5 874 892 582**	**7 089 822 947**	**3 921 097 741**	**5 084**
MEDIA	**4 852 562**	**34**	**39 759 394**	**3 476**	**1 088 985**	**3 848 812**	**870 676**	**183 590 393**	**221 556 967**	**122 534 304**	**159**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 26

Tabelul A26. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2015

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acțiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acționari	Dividende calculate în 2015 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acțiune, lei
1	2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	839 160	9	7 552 440	4 705	0	-1 684 543	308 768	52 293 086	59 597 114	47 135 812	56.17
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	148 210	15	2 223 162	60	0	7 214 992	865 799	41 581 993	64 302 879	38 131 508	257.28
3	CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 639	0	-7 533 785	0	24 795 856	89 221 483	20 974 732	9.71
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 768	0	-3 305 161	0	78 332 100	87 415 716	45 238 341	30.30
5	CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 050	2 075	0	14 681	0	6 867 640	75 448 400	69 977 848	106.27
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	212	0	-12 235 513	-6 010 369	218 500 262	178 604 794	94 248 610	7.18
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	90 898	50	4 544 900	157	0	1 161 990	439 950	161 405 028	89 114 958	70 326 599	773.69
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	19	8 852 822	1 400	0	11 064 300	1 278 959	37 940 638	86 820 454	31 596 064	67.81
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	740 794	20	14 899 578	1 340	0	-3 510 870	0	689 757 229	1 205 394 373	327 036 204	438.99
10	FRANZELUȚA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 426	657 893	2 251 296	0	659 855 954	445 399 060	258 014 571	6,89
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	26 886 546	6 410 481	506 113 265	490 979 471	324 561 729	645.00
12	IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	146	0	6 896 191	860 459	82 893 430	207 964 439	180 133 414	446.51
13	INCOMLAC S.A.	644 045	50	31 371 605	314	0	31 802 291	0	615 540 820	558 931 761	248 142 667	385.29
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	556 071	-580 126	937	21 382 065	53 529 451	24 138 496	62.84
15	IONEL S.A.	9 645 588	4	38 582 352	10 972	0	17 509 402	2 799 060	96 126 874	102 993 694	94 513 354	9.80
16	MAGISTRALA S.A.	2 914 105	5	14 570 525	196	0	-4 311 124	0	25 813 520	40 287 246	13 893 759	4.77
17	MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	1 779 842	364 013	22 809 268	90 313 393	87 241 154	11.62
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	230	3 783 765	785 639	277 710	58 536 415	60 256 667	36 842 388	1.36
19	MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	681	0	1 283 513	201 425	79 861 933	155 546 954	50 379 703	24.78
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	51 234 875	1	51 367 919	3 088	0	7 162 978	1 430 676	139 840 211	306 502 020	218 253 660	4.25
21	NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 320	0	25 879	0	8 571	124 430 995	118 625 691	17.25
22	PIELART S.A.	1 450 295	40	58 011 800	2 556	0	10 518 083	1 474 159	32 594 435	175 310 815	66 877 086	46.11
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 370	342	0	91 109	4 790	9 194 148	18 038 781	6 199 632	57.28
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 902	0	-22 457 099	274 380	1 025 481 089	1 251 846 099	653 241 272	59.84
25	SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 298	0	13 999 526	0	1 051 775 646	446 476 224	139 664 308	270.15
26	TAXI-SERVICE S.A.	314 560	10	3 145 600	280	0	-45 656	1 108	2 064 571	98 649 353	95 764 760	304.44
27	TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 023 768	404	0	2 116 981	543 589	38 094 951	128 053 470	119 912 133	36.42
28	TRICON S.A.	304 712	35	10 664 920	1 670	0	1 477 752	622 932	37 920 895	32 709 757	28 958 624	95.04
29	TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 414	594	6 143 216	15 251 394	2 772 917	141 918 275	383 477 183	367 226 297	65.68
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	690	0	5 442 253	636 353	36 682 572	89 921 217	44 909 943	286.60
31	VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 300	89	0	3 169 218	480 239	45 629 347	130 005 301	106 383 626	851.16
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	3 934 675	11	43 281 425	539	0	4 690 820	0	24 934 238	63 410 771	44 412 450	11.29
	TOTAL	**157 531 507**	**1 096**	**1 309 295 711**	**110 931**	**11 140 945**	**116 932 799**	**16 038 335**	**6 066 546 325**	**7 390 954 293**	**4 072 956 435**	**5 445**
	MEDIA	**4 922 860**	**34**	**40 915 491**	**3 467**	**348 155**	**3 654 150**	**501 198**	**189 579 573**	**230 967 322**	**127 279 889**	**170**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 27

Tabelul A27. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2016

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acțiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acționari	Dividende calculate în 2016 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acțiune, lei
1	2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	839 160	9	7 552 440	4 704	0	-133 335	0	62 800 000	61 028 668	46 877 016	55.86
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	148 210	15	2 223 150	60	0	4 564 573	626 090	35 981 446	69 190 282	42 020 240	283.52
3	CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 632	0	2 582 953	0	28 547 263	256 342 621	193 531 393	89.56
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 768	0	1 438 580	183 480	69 095 172	56 846 585	46 695 712	31.28
5	CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 050	2 075	0	10 951	1 314	7 691 757	76 565 488	68 039 314	103.32
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	212	0	2 578 688	577 259	210 478 047	146 338 616	96 827 298	7.37
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	90 898	50	4 544 900	157	0	5 910 878	998 890	164 799 494	95 074 523	76 247 476	838.82
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	22	10 250 636	1 400	0	6 613 560	490 207	45 550 737	132 740 752	38 257 895	82.11
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	740 794	20	14 899 560	1 332	0	2 046 064	0	1 198 764 631	1 775 619 518	326 375 052	438.10
10	FRANZELUȚA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 428	412 284	16 603 105	3 746 793	654 247 641	396 545 687	273 661 533	146.20
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	20 707 426	4 762 708	566 846 857	485 195 451	370 936 443	737.16
12	IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	105	0	13 605 851	1 070 542	90 812 462	222 278 358	187 669 307	465.19
13	INCOMLAC S.A.	644 045	50	31 371 605	314	0	804 858	0	731 156 510	577 467 093	270 491 446	419.99
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	0	186 455	207 904	47 556 750	29 229 568	24 156 561	62.88
15	IONEL S.A.	9 645 588	4	38 582 352	10 969	1 929 118	11 356 646	1 910 592	90 466 950	113 051 917	103 940 882	10.78
16	MAGISTRALA S.A.	2 914 105	5	14 570 525	196	0	7 148	0	16 807 363	41 354 423	23 046 939	7.91
17	MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	7 139 957	1 022 378	18 335 046	97 357 564	94 292 120	12.56
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	230	543 255	1 481 662	365 328	75 538 477	60 127 917	37 710 090	1.39
19	MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	682	0	1 172 222	267 767	57 944 040	145 669 179	51 692 660	25.42
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	51 234 875	1	51 367 919	3 087	0	31 222 495	562 421	196 919 862	326 714 232	248 885 902	4.84
21	NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 319	0	-542 411	0	6 258	123 719 050	118 078 489	17.17
22	PIELART S.A.	1 450 295	40	58 011 800	2 550	0	10 855 971	1 510 602	33 478 582	187 280 707	154 625 495	106.62
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 370	342	0	600 489	5 802	13 633 395	22 315 156	6 778 264	62.63
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 902	0	90 697 680	23 037 345	1 457 251 395	1 342 246 566	742 795 454	68.04
25	SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 298	0	13 913 762	1 823 753	1 082 845 838	515 317 119	152 375 671	294.74
26	TAXI-SERVICE S.A.	314 560	10	3 145 600	282	0	13 490 974	34 693	2 675 661	102 313 448	98 928 896	314.50
27	TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 032 768	404	0	2 321 635	620 510	43 132 711	133 939 766	122 166 412	37.10
28	TRICON S.A.	304 712	35	10 664 920	1 670	0	2 934 138	546 544	45 669 305	36 101 355	31 892 762	104.67
29	TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 414	591	7 625 696	14 897 365	2 537 587	140 392 284	403 213 406	373 186 184	66.75
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	685	0	27 096 137	3 688 568	73 503 704	128 329 149	72 003 534	459.50
31	VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 300	88	0	4 199 475	636 356	51 104 869	139 173 975	114 308 991	914.57
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	3 934 675	11	43 281 425	539	0	-5 856 233	0	28 836 367	68 206 362	38 508 058	9.79
	TOTAL	**157 531 507**	**1 099**	**1 310 702 495**	**110 859**	**10 510 353**	**304 509 719**	**51 235 433**	**7 342 870 873**	**8 366 894 501**	**4 647 003 489**	**6 280**
	MEDIA	**4 922 860**	**34**	**40 959 453**	**3 464**	**328 449**	**9 515 929**	**1 601 107**	**229 464 715**	**261 465 453**	**145 218 859**	**196**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 28

Tabelul A28. Indicatorii activității întreprinderilor pentru anul 2017

Denumirea societății pe acțiuni	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	Valoarea nominală a unei acțiuni, lei	Capitalul social, lei	Numărul de acționari	Dividende calculate în 2016 pentru perioada anterioară, lei	Profit net / pierderi a perioadei de gestiune, lei	Impozit pe profit, lei	Vînzări, lei	Valoarea totală a activelor, lei	Valoarea activelor nete, lei	Valoarea activelor nete pe o acțiune, lei
2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
BEERMASTER S.A.	839 160	9	7 552 440	4 684	0	-6 190 619	0	62 831 566	81 107 458	69 184 246	82.44
CARIERA COBUȘCA S.A.	148 210	15	2 223 150	60	0	4 792 802	657 395	37 780 518	72 649 796	44 121 252	297.69
CARMEZ S.A.	2 160 905	10	21 609 050	2 634	0	1 867 507	102 230	27 556 749	249 781 814	186 463 156	86.29
CEREALE-CUPCINI S.A.	1 493 033	10	14 930 330	25 768	0	5 374 383	740 947	64 616 250	53 800 235	52 061 329	34.87
CONSTRUCTORUL S.A.	658 501	30	19 755 050	2 073	0	65 974	1 380	8 076 345	78 117 849	67 794 326	102.95
FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	13 133 785	10	131 337 850	211	0	11 602 197	1 762 506	217 233 563	151 246 346	108 428 847	8.26
FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	90 898	50	4 544 900	11	0	9 411 940	1 048 835	173 039 469	107 580 315	85 237 387	937.73
Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	465 938	22	10 250 636	1 400	0	-1 243 517	0	83 816 220	131 324 591	38 301 110	82.20
FLOAREA SOARELUI S.A.	740 794	20	14 899 578	1 332	0	35 705 100	0	821 331 034	2 445 599 670	348 458 954	470.39
FRANZELUȚA S.A.	1 779 826	20	37 450 040	1 416	3 865 268	14 101 405	3 548 329	632 325 729	374 508 403	281 696 273	158.27
GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	503 196	484	243 546 864	12	0	21 742 797	5 000 843	595 189 200	509 455 224	389 483 265	774.02
IMPERIAL VIN S.A.	403 425	41	16 540 425	105	0	-1 004 600	262 105	94 759 120	205 092 413	186 600 903	462.54
INCOMLAC S.A.	477 916	50	23 895 800	314	0	453 037	0	721 368 581	639 552 416	307 414 652	643.24
INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	384 139	5	1 920 695	4	93 228	599 559	169 049	21 776 495	25 815 401	24 788 425	64.53
IONEL S.A.	9 645 588	4	38 582 352	10 968	1 929 118	6 399 403	1 176 020	87 088 596	115 712 798	107 628 068	11.16
MAGISTRALA S.A.	4 145 957	5	20 729 785	196	0	-5 097 105	0	21 767 089	35 236 477	23 795 707	5.74
MEZON S.A.	7 507 452	10	75 074 520	1 822	0	646 254	127 590	19 251 798	97 768 988	93 956 269	12.52
MOLDAGROTEHNICA S.A.	27 162 708	1	27 162 708	228	10 472 465	3 149 515	566 229	72 867 611	61 402 166	39 587 147	1.46
MOLD-NORD S.A.	2 033 300	20	40 666 000	682	0	1 533 605	311 037	151 220 153	192 422 750	53 226 265	26.18
MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	51 234 875	1	51 367 919	3 086	0	15 607 483	2 992 160	124 956 434	282 941 477	264 493 385	5.16
NORD-ZAHĂR S.A.	6 876 141	10	68 761 410	37 323	0	-659 332	0	6 258	118 880 516	114 306 333	16.62
PIELART S.A.	1 450 295	40	58 011 800	2 548	0	5 282 029	1 267 856	32 312 844	215 271 082	159 905 050	110.26
SERVICE AUTO PRIM S.A.	108 233	23	2 489 370	342	0	229 080	7 263	13 505 054	21 882 708	6 977 428	64.47
SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	10 916 660	10	109 166 600	6 902	0	95 232 564	24 189 212	1 530 113 965	1 409 358 894	779 935 227	71.44
SUPRATEN S.A.	516 986	14	7 237 804	2 291	0	57 337 434	8 104 779	1 113 507 048	516 983 132	207 687 005	401.73
TAXI-SERVICE S.A.	865 560	10	8 655 600	281	0	678 185	56 934	2 535 126	102 974 954	102 913 645	118.90
TOPAZ S.A.	3 292 657	24	79 023 768	404	0	3 435 201	779 569	54 398 485	133 598 538	125 513 812	38.12
TRICON S.A.	304 712	35	10 664 920	1 670	0	493 930	327 920	44 375 010	35 409 082	32 386 692	106.29
TUTUN - CTC S.A.	5 591 020	20	111 820 414	583	7 448 682	13 309 367	3 725 523	133 829 972	390 438 190	372 517 837	66.63
VINĂRIA - BARDAR S.A.	156 699	35	5 484 465	643	2 260 530	29 994 305	4 113 852	84 750 338	149 324 137	99 744 034	636.53
VINIA TRAIAN	124 986	50	6 249 300	87	0	2 566 494	349 976	51 767 435	153 795 287	116 750 865	934.11
VIORICA-COSMETIC S.A.	7 026 282	11	77 289 102	537	0	-5 092 529	0	27 915 507	89 402 158	67 427 050	9.60
TOTAL	**162 239 837**	**1 099**	**1 348 894 645**	**110 617**	**26 069 290**	**322 323 848**	**61 389 538**	**7 127 869 561**	**9 248 435 265**	**4 958 785 944**	**6 842**
MEDIA	**5 069 995**	**34**	**42 152 958**	**3 457**	**814 665**	**10 072 620**	**1 918 423**	**222 745 924**	**289 013 602**	**154 962 061**	**214**

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderilor

Anexa 29

Tabelul A29. Determinarea ratei de creştere sustenabilă (RCS) şi a ratei de creştere a vânzărilor (g) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, %

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2012						2013							2014						
		PM	AT	FL	R	RCS	g	PM	AT	FL	R	RCS	g	RCS / g*	PM	AT	FL	R	RCS	g	RCS / g*
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1	BEERMASTER S.A.	16.18	67.62	144.34	100.00	15.79	0	14.91	65.82	138.84	100.00	13.63	8.20	1	-6.20	81.71	121.42	100.00	-6.15	15.99	0
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	2.35	49.15	185.37	100.00	2.14	0	-1.27	59.33	190.74	100.00	-1.43	21.63	0	9.47	66.28	182.07	100.00	11.43	20.00	0
3	CARMEZ S.A.	-23.91	92.82	338.23	100.00	-75.08	0	-3.98	94.27	363.28	100.00	-13.62	-2.74	0	-14.42	29.77	338.46	100.00	-14.53	-72.42	1
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	-0.29	67.57	137.33	100.00	-0.27	0	14.45	119.51	119.28	100.00	20.60	93.91	0	1.52	88.97	134.11	100.00	1.81	-14.76	1
5	CONSTRUCTORUL S.A.	11.19	21.45	125.60	100.00	3.01	0	1.27	30.33	109.16	100.00	0.42	18.37	0	0.26	16.30	108.66	100.00	0.05	-47.15	1
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-1.87	88.09	146.42	100.00	-2.42	0	-3.80	94.94	162.86	100.00	-5.87	13.29	0	-5.87	105.56	182.36	100.00	-11.30	11.87	0
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	1.49	140.14	128.21	100.00	2.68	0	1.93	162.96	126.99	100.00	4.00	19.97	0	4.53	158.22	121.85	100.00	8.73	1.61	1
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	1.75	20.55	2 262.05	100.00	8.12	0	20.39	35.10	795.96	100.00	56.96	240.04	0	20.21	59.05	412.65	100.00	49.26	93.34	0
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-2.65	99.31	279.10	100.00	-7.34	0	-4.38	58.94	272.14	100.00	-7.03	-46.70	1	0.75	54.37	288.72	100.00	1.17	-1.52	1
10	FRANZELUŢA S.A.	0.22	184.36	124.53	19.39	0.10	0	1.86	162.78	142.14	100.00	4.31	5.14	0	0.22	148.80	162.31	-1 765.69	-9.52	4.42	0
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	-3.44	91.89	162.67	100.00	-5.15	0	3.15	97.49	155.15	100.00	4.76	6.01	0	5.19	105.52	151.27	100.00	8.28	13.15	0
12	IMPERIAL VIN S.A.	6.28	34.83	127.54	100.00	2.79	0	72.83	3.78	128.30	100.00	3.53	-88.68	1	8.41	19.86	123.49	100.00	2.06	416.45	0
13	INCOMLAC S.A.	6.29	123.59	195.43	100.00	15.19	0	6.26	129.32	183.61	100.00	14.87	15.49	0	7.02	123.81	178.00	100.00	15.46	9.28	1
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	27.55	151.11	106.49	97.79	43.35	0	0.64	53.13	122.83	-7 334.30	-30.42	-69.04	1	3.10	132.60	106.96	95.47	4.19	126.40	0
15	IONEL S.A.	4.19	84.69	112.16	56.09	2.23	0	6.98	84.27	114.28	100.00	6.72	8.68	0	12.39	86.07	116.83	100.00	12.46	16.05	0
16	MAGISTRALA S.A.	0.91	96.68	204.04	100.00	1.80	0	-3.67	117.82	211.82	100.00	-9.15	0.65	0	-2.52	114.29	229.30	100.00	-6.59	15.09	0
17	MEZON S.A.	40.64	6.40	117.38	100.00	3.05	0	5.48	23.49	115.74	100.00	1.49	268.34	0	11.78	26.61	109.52	100.00	3.43	10.45	0
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	4.96	119.22	181.71	-26.83	-2.88	0	6.96	106.60	167.76	43.00	5.35	-13.63	1	7.09	118.37	160.10	38.80	5.22	10.55	0
19	MOLD-NORD S.A.	2.57	47.09	216.65	100.00	2.62	0	0.66	47.60	288.85	100.00	0.91	36.00	0	1.69	38.63	310.17	100.00	2.02	-11.06	1
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	5.57	68.32	177.06	100.00	6.74	0	5.14	47.07	215.24	100.00	5.20	-11.67	1	4.28	56.48	215.24	100.00	5.20	20.00	0
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-6 631.77	0.01	106.62	100.00	-0.76	0	-315.05	0.01	104.83	100.00	-0.03	-20.16	1	-5 947.44	0.01	104.84	100.00	-0.70	20.00	0
22	PIELART S.A.	30.47	16.70	169.68	100.00	8.63	0	30.68	16.06	164.14	100.00	8.09	1.14	1	27.21	19.24	149.48	100.00	7.83	18.40	0
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	5.70	60.11	237.12	100.00	8.13	0	1.75	55.64	268.81	100.00	2.62	7.75	0	1.33	56.68	250.26	100.00	1.89	-3.71	1
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	7.47	99.88	137.86	51.39	5.29	0	-0.51	71.54	192.55	727.61	-5.16	-4.93	0	-1.61	78.52	222.71	100.00	-2.82	23.21	0
25	SUPRATEN S.A.	1.09	184.75	285.71	100.00	5.76	0	0.96	161.84	359.97	100.00	5.59	16.71	0	0.92	210.60	364.90	100.00	7.09	40.50	0
26	TAXI-SERVICE S.A.	11.83	44.55	124.54	100.00	6.57	0	11.53	44.97	111.00	100.00	5.75	-4.55	1	23.32	43.80	101.39	100.00	10.36	-0.74	1
27	TOPAZ S.A.	6.25	31.01	122.59	100.00	2.38	0	3.03	21.44	113.62	100.00	0.74	22.58	0	3.17	27.63	109.27	100.00	0.96	24.60	0
28	TRICON S.A.	-10.75	97.49	120.52	100.00	-12.64	0	3.60	96.90	112.21	100.00	3.91	-3.68	1	9.38	113.04	108.90	100.00	11.54	27.98	0
29	TUTUN - CTC S.A.	10.53	93.58	121.55	14.54	1.74	0	3.61	75.02	116.09	-99.84	-3.14	-27.09	1	6.87	44.23	112.14	54.20	1.85	-42.58	1
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	11.50	43.37	263.10	100.00	13.13	0	3.20	56.22	182.54	100.00	3.29	-9.44	1	12.30	45.12	154.08	100.00	8.55	-25.91	1
31	VINIA TRAIAN	8.10	41.04	120.71	100.00	4.01	0	6.14	43.48	127.20	100.00	3.40	15.58	0	6.86	35.56	122.20	100.00	2.98	-19.07	1
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	0.04	39.83	132.42	-10.44	0.00	0	0.11	40.10	152.13	100.00	0.07	12.94	0	-14.38	41.14	248.85	100.00	-14.73	19.22	0
	TOTAL	**-6 450**	**2 407**	**7 415**	**2 702**	**59**	**0**	**-105**	**2 278**	**6 130**	**-3 864**	**100**	**530**	**12**	**-5 803**	**2 347**	**5 803**	**1 223**	**117**	**720**	**12**
	MEDIA	**-201.55**	**75.23**	**231.71**	**84.44**	**1.83**	**0.00**	**-3.29**	**71.18**	**191.56**	**-120.74**	**3.14**	**16.57**	**0.38**	**-181.35**	**73.34**	**181.33**	**38.21**	**3.67**	**22.49**	**0.38**
	* Notă: valoarea convenţională 1 - semnifică situaţia când RCS > g, iar valoarea convenţională 0 - semnifică situaţia când RCS<g.																				

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 29 (continuare)

Tabelul A29 (continuare). Determinarea ratei de creştere sustenabilă (RCS) şi a ratei de creştere a vânzărilor (g) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, % (continuare)

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2015							2016							2017						
		PM	AT	FL	R	RCS	g	RCS / g*	PM	AT	FL	R	RCS	g	RCS / g*	PM	AT	FL	R	RCS	g	RCS / g*
1	2	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43
1	BEERMASTER S.A.	-3.22	87.74	126.44	100.00	-3.57	7.71	0	-0.21	102.90	130.19	100.00	-0.28	20.09	0	-9.85	77.47	117.23	100.00	-8.95	0.05	0
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	17.35	64.67	168.63	100.00	18.92	10.00	1	12.69	52.00	164.66	100.00	10.86	-13.47	1	12.69	52.00	164.66	100.00	10.86	5.00	1
3	CARMEZ S.A.	-30.38	27.79	425.38	100.00	-35.92	-16.57	0	9.05	11.14	132.46	100.00	1.33	15.13	0	6.78	11.03	133.96	100.00	1.00	-3.47	1
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	-4.22	89.61	193.23	100.00	-7.31	35.12	0	2.08	121.55	121.74	100.00	3.08	-11.79	1	8.32	120.10	103.34	100.00	10.32	-6.48	1
5	CONSTRUCTORUL S.A.	0.21	9.10	107.82	100.00	0.02	-44.93	1	0.14	10.05	112.53	100.00	0.02	12.00	0	0.82	10.34	115.23	100.00	0.10	5.00	0
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-5.60	122.34	189.50	100.00	-12.98	6.47	0	1.23	143.83	151.13	100.00	2.66	-3.67	1	5.34	143.63	139.49	100.00	10.70	3.21	1
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	0.72	181.12	126.72	100.00	1.65	20.18	0	3.59	173.34	124.69	100.00	7.75	2.10	1	5.44	160.85	126.21	100.00	11.04	5.00	1
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	29.16	43.70	274.78	100.00	35.02	-23.38	1	14.52	34.32	346.96	100.00	17.29	20.06	0	-1.48	63.82	342.87	100.00	-3.25	84.01	0
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-0.51	57.22	368.58	100.00	-1.07	32.80	0	0.17	67.51	544.04	100.00	0.63	73.80	0	4.35	33.58	701.83	100.00	10.25	-31.49	1
10	FRANZELUŢA S.A.	0.34	148.15	172.63	70.78	0.62	6.46	0	2.54	164.99	144.90	97.52	5.92	-0.85	1	2.23	168.84	132.95	72.59	3.63	-3.35	1
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	5.31	103.08	151.27	100.00	8.28	-2.31	1	3.65	116.83	130.80	100.00	5.58	12.00	0	3.65	116.83	130.80	100.00	5.58	5.00	1
12	IMPERIAL VIN S.A.	8.32	39.86	115.45	100.00	3.83	95.05	0	14.98	40.86	118.44	100.00	7.25	9.55	0	-1.06	46.20	109.91	100.00	-0.54	4.35	0
13	INCOMLAC S.A.	5.17	110.13	225.25	100.00	12.82	-0.14	1	0.11	126.61	213.49	100.00	0.30	18.78	0	0.06	112.79	208.04	100.00	0.15	-1.34	1
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-2.71	39.94	221.76	195.85	-4.71	-40.49	1	0.39	162.70	121.00	100.00	0.77	122.41	0	2.75	84.35	104.14	84.45	2.04	-54.21	1
15	IONEL S.A.	18.21	93.33	108.97	100.00	18.53	21.10	0	12.55	80.02	108.77	83.01	9.07	-5.89	1	7.35	75.26	107.51	69.85	4.15	-3.73	1
16	MAGISTRALA S.A.	-16.70	64.07	289.97	100.00	-31.03	-47.74	1	0.04	40.64	179.44	100.00	0.03	-34.89	1	-23.42	61.77	148.08	100.00	-21.42	29.51	0
17	MEZON S.A.	7.80	25.26	103.52	100.00	2.04	-8.58	1	38.94	18.83	103.25	100.00	7.57	-19.62	1	3.36	19.69	104.06	100.00	0.69	5.00	0
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	1.34	97.15	163.55	-381.62	-8.14	-24.31	1	1.96	125.63	159.45	63.33	2.49	29.05	0	4.32	118.67	155.11	-232.51	-18.50	-3.54	0
19	MOLD-NORD S.A.	1.61	51.34	308.75	100.00	2.55	35.76	0	2.02	39.78	281.80	100.00	2.27	-27.44	1	1.01	78.59	361.52	100.00	2.88	160.98	0
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	5.12	45.62	140.43	100.00	3.28	10.00	0	15.86	60.27	131.27	100.00	12.54	40.82	0	12.49	44.16	106.97	100.00	5.90	-36.54	1
21	NORD-ZAHĂR S.A.	301.94	0.01	104.89	100.00	0.02	-41.33	1	-8 667.48	0.01	104.78	100.00	-0.46	-26.99	1	-10 535.83	0.01	104.00	100.00	-0.58	0.00	0
22	PIELART S.A.	32.27	18.59	262.14	100.00	15.73	0.37	1	32.43	17.88	121.12	100.00	7.02	2.71	1	16.35	15.01	134.62	100.00	3.30	-3.48	1
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	0.99	50.97	290.97	100.00	1.47	4.23	0	4.40	61.09	329.22	100.00	8.86	48.28	0	1.70	61.72	313.62	100.00	3.28	-0.94	1
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-2.19	81.92	191.64	100.00	-3.44	-13.24	1	6.22	108.57	180.70	100.00	12.21	42.10	0	6.22	108.57	180.70	100.00	12.21	5.00	1
25	SUPRATEN S.A.	1.33	235.57	319.68	100.00	10.02	10.19	0	1.28	210.13	338.19	100.00	9.13	2.95	1	5.15	215.39	248.92	100.00	27.61	2.83	1
26	TAXI-SERVICE S.A.	-2.21	2.09	103.01	100.00	-0.05	-10.87	1	504.21	2.62	103.42	100.00	13.64	29.60	0	26.75	2.46	100.06	100.00	0.66	-5.25	1
27	TOPAZ S.A.	5.56	29.75	106.79	100.00	1.77	7.02	0	5.38	32.20	109.64	100.00	1.90	13.22	0	6.31	40.72	106.44	100.00	2.74	26.12	0
28	TRICON S.A.	3.90	115.93	112.95	100.00	5.10	0.66	1	6.42	126.50	113.20	100.00	9.20	20.43	0	1.11	125.32	109.33	100.00	1.53	-2.83	1
29	TUTUN - CTC S.A.	10.75	37.01	104.43	59.72	2.48	-20.65	1	10.61	34.82	108.05	48.81	1.95	-1.08	1	9.94	34.28	104.81	44.03	1.57	-4.67	1
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	14.84	40.79	200.23	100.00	12.12	33.68	0	36.86	57.28	178.23	100.00	37.63	100.38	0	35.39	56.76	149.71	92.46	27.80	15.30	1
31	VINIA TRAIAN	6.95	35.10	122.20	100.00	2.98	-1.30	1	8.22	36.72	121.75	100.00	3.67	12.00	0	4.96	33.66	131.73	100.00	2.20	1.30	1
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	18.81	39.32	142.78	100.00	10.56	2.53	1	-20.31	42.28	177.12	100.00	-15.21	15.65	0	-18.24	31.22	132.59	100.00	-7.55	-3.19	0
	TOTAL	**430**	**2 188**	**6 044**	**2 745**	**62**	**43**	**17**	**-7 935**	**2 424**	**5 506**	**3 093**	**187**	**517**	**13**	**-10 395**	**2 325**	**5 430**	**2 731**	**101**	**193**	**21**
	MEDIA	**13.45**	**68.38**	**188.89**	**85.77**	**1.92**	**1.36**	**0.53**	**-247.98**	**75.75**	**172.08**	**96.65**	**5.83**	**16.17**	**0.41**	**-324.84**	**72.66**	**169.70**	**85.34**	**3.17**	**6.03**	**0.66**

* Notă: valoarea convenţională 1 - semnifică situaţia când RCS > g, iar valoarea convenţională 0 - semnifică situaţia când RCS<g.

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 30

Tabelul A30. Analiza factorială a ratei de creștere sustenabilă (RCS) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, %

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2013/2012						2014/2013						2015/2014					
		Influența PM	Influen-ța AT	Influen-ța FL	Influen-ța R	Abate-rea RCS	Suma de control	Influența PM	Influența AT	Influența FL	Influența R	Abatere a RCS	Suma de control	Influența PM	Influența AT	Influența FL	Influența R	Abaterea RCS	Suma de control
1	BEERMASTER S.A.	-1.24	-0.39	-0.54	0.00	-2.16	-2.16	-19.30	-1.37	0.88	0.00	-19.78	-19.78	2.96	-0.24	-0.14	0.00	2.58	2.58
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	-3.29	-0.24	-0.04	0.00	-3.57	-3.57	12.15	1.26	-0.54	0.00	12.86	12.86	9.51	-0.51	-1.51	0.00	7.49	7.49
3	CARMEZ S.A.	62.59	-0.20	-0.94	0.00	61.46	61.46	-35.76	33.79	1.07	0.00	-0.91	-0.91	-16.08	2.03	-7.34	0.00	-21.39	-21.39
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	13.68	10.31	-3.12	0.00	20.87	20.87	-18.44	-0.55	0.20	0.00	-18.80	-18.80	-6.84	-0.04	-2.24	0.00	-9.11	-9.11
5	CONSTRUCTORUL S.A.	-2.67	0.14	-0.06	0.00	-2.59	-2.59	-0.33	-0.04	0.00	0.00	-0.37	-0.37	-0.01	-0.02	0.00	0.00	-0.02	-0.02
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-2.48	-0.38	-0.59	0.00	-3.45	-3.45	-3.20	-1.02	-1.21	0.00	-5.43	-5.43	0.52	-1.71	-0.49	0.00	-1.68	-1.68
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	0.79	0.57	-0.04	0.00	1.32	1.32	5.37	-0.27	-0.37	0.00	4.73	4.73	-7.35	0.20	0.06	0.00	-7.08	-7.08
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	86.64	67.11	-104.91	0.00	48.84	48.84	-0.48	38.53	-45.75	0.00	-7.70	-7.70	21.80	-18.47	-17.57	0.00	-14.24	-14.24
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-4.81	4.94	0.18	0.00	0.31	0.31	8.23	-0.09	0.07	0.00	8.21	8.21	-1.97	-0.04	-0.23	0.00	-2.25	-2.25
10	FRANZELUȚA S.A.	0.73	-0.10	0.10	3.47	4.21	4.21	-3.79	-0.04	0.07	-10.06	-13.83	-13.83	-5.03	0.06	-0.92	16.02	10.14	10.14
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	9.85	0.29	-0.23	0.00	9.91	9.91	3.09	0.65	-0.21	0.00	3.52	3.52	0.20	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
12	IMPERIAL VIN S.A.	29.56	-28.84	0.02	0.00	0.74	0.74	-3.12	1.74	-0.08	0.00	-1.47	-1.47	-0.02	2.05	-0.27	0.00	1.76	1.76
13	INCOMLAC S.A.	-0.06	0.70	-0.96	0.00	-0.31	-0.31	1.79	-0.71	-0.49	0.00	0.59	0.59	-4.08	-1.26	2.69	0.00	-2.65	-2.65
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-42.35	-0.65	0.05	-30.83	-73.78	-73.78	-117.74	-221.58	47.79	326.14	34.61	34.61	-7.86	2.57	-1.19	-2.41	-8.90	-8.90
15	IONEL S.A.	1.49	-0.02	0.07	2.95	4.49	4.49	5.21	0.26	0.27	0.00	5.74	5.74	5.86	1.54	-1.34	0.00	6.07	6.07
16	MAGISTRALA S.A.	-9.03	-1.58	-0.34	0.00	-10.95	-10.95	2.87	0.19	-0.50	0.00	2.56	2.56	-37.18	19.23	-6.49	0.00	-24.44	-24.44
17	MEZON S.A.	-2.64	1.10	-0.02	0.00	-1.56	-1.56	1.71	0.43	-0.20	0.00	1.95	1.95	-1.16	-0.12	-0.12	0.00	-1.39	-1.39
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	-1.16	0.43	0.28	8.69	8.23	8.23	0.11	0.60	-0.28	-0.57	-0.13	-0.13	-4.23	-0.18	0.02	-8.97	-13.35	-13.35
19	MOLD-NORD S.A.	-1.94	0.01	0.23	0.00	-1.70	-1.70	1.41	-0.44	0.14	0.00	1.11	1.11	-0.10	0.63	-0.01	0.00	0.52	0.52
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	-0.53	-1.93	0.92	0.00	-1.54	-1.54	-0.87	0.87	0.00	0.00	0.00	0.00	1.02	-1.20	-1.75	0.00	-1.92	-1.92
21	NORD-ZAHĂR S.A.	0.72	0.01	0.00	0.00	0.73	0.73	-0.52	-0.15	0.00	0.00	-0.67	-0.67	0.73	-0.01	0.00	0.00	0.72	0.72
22	PIELART S.A.	0.06	-0.33	-0.27	0.00	-0.55	-0.55	-0.91	1.42	-0.77	0.00	-0.26	-0.26	1.45	-0.31	6.76	0.00	7.90	7.90
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	-5.63	-0.19	0.31	0.00	-5.51	-5.51	-0.62	0.04	-0.14	0.00	-0.72	-0.72	-0.49	-0.14	0.21	0.00	-0.42	-0.42
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-5.65	0.10	-0.10	-4.79	-10.45	-10.45	-10.99	-1.57	-2.78	17.68	2.34	2.34	-1.01	-0.17	0.56	0.00	-0.62	-0.62
25	SUPRATEN S.A.	-0.69	-0.63	1.15	0.00	-0.17	-0.17	-0.22	1.62	0.10	0.00	1.50	1.50	3.14	1.21	-1.42	0.00	2.94	2.94
26	TAXI-SERVICE S.A.	-0.17	0.06	-0.70	0.00	-0.81	-0.81	5.89	-0.30	-0.98	0.00	4.60	4.60	-11.34	0.94	0.00	0.00	-10.40	-10.40
27	TOPAZ S.A.	-1.23	-0.36	-0.06	0.00	-1.64	-1.64	0.03	0.22	-0.04	0.00	0.22	0.22	0.72	0.13	-0.04	0.00	0.81	0.81
28	TRICON S.A.	16.86	-0.03	-0.29	0.00	16.55	16.55	6.28	1.70	-0.35	0.00	7.63	7.63	-6.75	0.12	0.18	0.00	-6.44	-6.44
29	TUTUN - CTC S.A.	-1.14	-0.12	-0.02	-3.60	-4.88	-4.88	-2.83	2.45	0.12	5.25	4.99	4.99	1.04	-0.47	-0.17	0.23	0.63	0.63
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	-9.47	1.08	-1.45	0.00	-9.84	-9.84	9.34	-2.49	-1.58	0.00	5.27	5.27	1.76	-0.99	2.79	0.00	3.57	3.57
31	VINIA TRAIAN	-0.97	0.18	0.17	0.00	-0.62	-0.62	0.39	-0.69	-0.12	0.00	-0.42	-0.42	0.04	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	0.00	0.00	0.00	0.07	0.07	0.07	-8.84	-0.23	-5.72	0.00	-14.79	-14.79	33.99	-0.85	-7.85	0.00	25.29	25.29
	TOTAL	**125.81**	**51.06**	**-111.20**	**-24.04**	**41.64**	**41.64**	**-164.10**	**-145.81**	**-11.41**	**338.44**	**17.13**	**17.13**	**-26.74**	**3.78**	**-37.80**	**4.88**	**-55.89**	**-55.89**
	MEDIA	**3.93**	**1.60**	**-3.47**	**-0.75**	**1.30**	**1.30**	**-5.13**	**-4.56**	**-0.36**	**10.58**	**0.54**	**0.54**	**-0.84**	**0.12**	**-1.18**	**0.15**	**-1.75**	**-1.75**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Tabelul A30. Analiza factorială a ratei de creștere sustenabilă (RCS) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, % (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2016/2015						2017/2016					
		Influența PM	Influența AT	Influența FL	Influența R	Abatere a RCS	Suma de control	Influența PM	Influența AT	Influența FL	Influența R	Abatere a RCS	Suma de control
1	BEERMASTER S.A.	3.34	-0.04	-0.01	0.00	3.29	3.29	-12.92	3.26	0.99	0.00	-8.66	-8.66
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	-5.09	-2.71	-0.26	0.00	-8.06	-8.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3	CARMEZ S.A.	46.61	-6.41	-2.95	0.00	37.25	37.25	-0.33	-0.01	0.01	0.00	-0.33	-0.33
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	10.91	1.28	-1.81	0.00	10.39	10.39	9.23	-0.15	-1.84	0.00	7.24	7.24
5	CONSTRUCTORUL S.A.	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.08	0.08
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	15.82	0.50	-0.68	0.00	15.65	15.65	8.95	-0.02	-0.89	0.00	8.04	8.04
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	6.58	-0.35	-0.13	0.00	6.10	6.10	4.00	-0.85	0.13	0.00	3.29	3.29
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	-17.58	-3.74	3.60	0.00	-17.73	-17.73	-19.05	-1.52	0.04	0.00	-20.53	-20.53
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	1.43	0.06	0.20	0.00	1.70	1.70	15.34	-8.02	2.30	0.00	9.62	9.62
10	FRANZELUȚA S.A.	3.98	0.52	-0.82	1.62	5.30	5.30	-0.72	0.12	-0.44	-1.25	-2.28	-2.28
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	-2.59	0.76	-0.87	0.00	-2.70	-2.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
12	IMPERIAL VIN S.A.	3.07	0.17	0.18	0.00	3.42	3.42	-7.76	-0.07	0.04	0.00	-7.79	-7.79
13	INCOMLAC S.A.	-12.54	0.04	-0.02	0.00	-12.52	-12.52	-0.13	-0.02	0.00	0.00	-0.15	-0.15
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	5.39	2.09	-1.26	-0.74	5.48	5.48	4.65	-2.61	-0.39	-0.38	1.27	1.27
15	IONEL S.A.	-5.76	-1.82	-0.02	-1.86	-9.46	-9.46	-3.76	-0.32	-0.06	-0.78	-4.92	-4.92
16	MAGISTRALA S.A.	31.11	-0.03	-0.02	0.00	31.06	31.06	-17.11	-8.88	4.54	0.00	-21.45	-21.45
17	MEZON S.A.	8.14	-2.59	-0.02	0.00	5.53	5.53	-6.92	0.03	0.01	0.00	-6.88	-6.88
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	-3.76	-3.49	0.39	17.48	10.63	10.63	3.00	-0.30	-0.14	-23.54	-20.99	-20.99
19	MOLD-NORD S.A.	0.66	-0.72	-0.22	0.00	-0.28	-0.28	-1.13	1.11	0.64	0.00	0.61	0.61
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	6.88	3.26	-0.88	0.00	9.26	9.26	-2.66	-2.64	-1.34	0.00	-6.64	-6.64
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-0.65	0.17	0.00	0.00	-0.48	-0.48	-0.10	-0.02	0.00	0.00	-0.12	-0.12
22	PIELART S.A.	0.08	-0.61	-8.17	0.00	-8.71	-8.71	-3.48	-0.57	0.33	0.00	-3.72	-3.72
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	5.06	1.30	1.03	0.00	7.39	7.39	-5.45	0.03	-0.16	0.00	-5.58	-5.58
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	13.21	3.18	-0.74	0.00	15.65	15.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
25	SUPRATEN S.A.	-0.35	-1.05	0.50	0.00	-0.89	-0.89	27.46	0.91	-9.90	0.00	18.48	18.48
26	TAXI-SERVICE S.A.	10.92	2.71	0.05	0.00	13.68	13.68	-12.91	-0.04	-0.02	0.00	-12.98	-12.98
27	TOPAZ S.A.	-0.06	0.14	0.05	0.00	0.13	0.13	0.33	0.59	-0.08	0.00	0.84	0.84
28	TRICON S.A.	3.31	0.77	0.02	0.00	4.10	4.10	-7.61	-0.01	-0.05	0.00	-7.67	-7.67
29	TUTUN - CTC S.A.	-0.03	-0.14	0.08	-0.44	-0.53	-0.53	-0.12	-0.03	-0.05	-0.17	-0.38	-0.38
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	17.99	12.17	-4.65	0.00	25.51	25.51	-1.50	-0.33	-5.73	-2.27	-9.83	-9.83
31	VINIA TRAIAN	0.55	0.16	-0.01	0.00	0.69	0.69	-1.46	-0.18	0.17	0.00	-1.48	-1.48
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	-21.96	-0.86	-2.95	0.00	-25.77	-25.77	1.55	3.57	2.54	0.00	7.66	7.66
	TOTAL	**124.66**	**4.73**	**-20.38**	**16.07**	**125.09**	**125.09**	**-30.55**	**-16.95**	**-9.37**	**-28.38**	**-85.25**	**-85.25**
	MEDIA	**3.90**	**0.15**	**-0.64**	**0.50**	**3.91**	**3.91**	**-0.95**	**-0.53**	**-0.29**	**-0.89**	**-2.66**	**-2.66**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 31

Tabelul A31. Poziționarea finaciară a întreprinderilor analizate în cadranele matricei „RCS-g” pentru anii 2013 și 2017

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2013										2017									
		Indicatori		Repartizarea pe cadrane								Indicatori		Repartizarea pe cadrane							
		RCS	g	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	RCS	g	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1	BEERMASTER S.A.	13.63	8.20		1							-8.95	0.05							1	
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	-1.43	21.63								1	10.86	5.00		1						
3	CARMEZ S.A.	-13.62	-2.74						1			1.00	-3.47				1				
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	20.60	93.91	1								10.32	-6.48			1					
5	CONSTRUCTORUL S.A.	0.42	18.37	1								0.10	5.00	1							
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-5.87	13.29								1	10.70	3.21		1						
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	4.00	19.97	1								11.04	5.00		1						
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	56.96	240.04	1								-3.25	84.01								1
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-7.03	-46.70					1				10.25	-31.49				1				
10	FRANZELUȚA S.A.	4.31	5.14	1								3.63	-3.35			1					
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	4.76	6.01	1								5.58	5.00		1						
12	IMPERIAL VIN S.A.	3.53	-88.68				1					-0.54	4.35								1
13	INCOMLAC S.A.	14.87	15.49	1								0.15	-1.34				1				
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-30.42	-69.04					1				2.04	-54.21				1				
15	IONEL S.A.	6.72	8.68	1								4.15	-3.73			1					
16	MAGISTRALA S.A.	-9.15	0.65							1		-21.42	29.51								1
17	MEZON S.A.	1.49	268.34	1								0.69	5.00	1							
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	5.35	-13.63				1					-18.50	-3.54						1		
19	MOLD-NORD S.A.	0.91	36.00	1								2.88	160.98	1							
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	5.20	-11.67				1					5.90	-36.54				1				
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-0.03	-20.16					1				-0.58	0.00							1	
22	PIELART S.A.	8.09	1.14		1							3.30	-3.48				1				
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	2.62	7.75	1								3.28	-0.94			1					
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-5.16	-4.93						1			12.21	5.00		1						
25	SUPRATEN S.A.	5.59	16.71	1								27.61	2.83		1						
26	TAXI-SERVICE S.A.	5.75	-4.55			1						0.66	-5.25				1				
27	TOPAZ S.A.	0.74	22.58	1								2.74	26.12	1							
28	TRICON S.A.	3.91	-3.68			1						1.53	-2.83				1				
29	TUTUN - CTC S.A.	-3.14	-27.09					1				1.57	-4.67				1				
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	3.29	-9.44				1					27.80	15.30		1						
31	VINIA TRAIAN	3.40	15.58	1								2.20	1.30		1						
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	0.07	12.94	1								-7.55	-3.19						1		
	TOTAL	**100.36**	**530.10**	**15**	**2**	**2**	**4**	**4**	**2**	**1**	**2**	**101.42**	**193.12**	**4**	**8**	**4**	**9**	**0**	**2**	**2**	**3**
	MEDIA	**3.14**	**16.57**								**32**	**3.17**	**6.03**								**32**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 32

Tabelul A32. Determinarea costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, %

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2012					2013					2014				
		Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %	Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %	Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	BEERMASTER S.A.	69.28	17.12	30.72	12.12	**15.58**	72.03	16.61	27.97	11.61	**15.21**	82.36	15.14	17.64	10.14	**14.26**
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	53.94	17.12	46.06	12.12	**14.82**	52.43	16.61	47.57	11.61	**14.23**	54.92	15.14	45.08	10.14	**12.89**
3	CARMEZ S.A.	29.57	17.12	70.43	12.12	**13.60**	27.53	16.61	72.47	11.61	**12.99**	29.55	15.14	70.45	10.14	**11.62**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	72.82	17.12	27.18	12.12	**15.76**	83.83	16.61	16.17	11.61	**15.80**	74.57	15.14	25.43	10.14	**13.87**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	79.62	17.12	20.38	12.12	**16.10**	91.61	16.61	8.39	11.61	**16.19**	92.03	15.14	7.97	10.14	**14.74**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	68.30	17.12	31.70	12.12	**15.53**	61.40	16.61	38.60	11.61	**14.68**	54.84	15.14	45.16	10.14	**12.88**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	77.99	17.12	22.01	12.12	**16.02**	78.75	16.61	21.25	11.61	**15.55**	82.07	15.14	17.93	10.14	**14.24**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	4.42	17.12	95.58	12.12	**12.34**	12.56	16.61	87.44	11.61	**12.24**	24.23	15.14	75.77	10.14	**11.35**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	35.83	17.12	64.17	12.12	**13.91**	36.75	16.61	63.25	11.61	**13.45**	34.64	15.14	65.36	10.14	**11.87**
10	FRANZELUŢA S.A.	80.30	17.12	19.70	12.12	**16.14**	70.35	16.61	29.65	11.61	**15.13**	61.61	15.14	38.39	10.14	**13.22**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	61.47	17.12	38.53	12.12	**15.19**	64.45	16.61	35.55	11.61	**14.83**	66.10	15.14	33.90	10.14	**13.45**
12	IMPERIAL VIN S.A.	78.40	17.12	21.60	12.12	**16.04**	77.94	16.61	22.06	11.61	**15.51**	80.98	15.14	19.02	10.14	**14.19**
13	INCOMLAC S.A.	51.17	17.12	48.83	12.12	**14.68**	54.46	16.61	45.54	11.61	**14.33**	56.18	15.14	43.82	10.14	**12.95**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	93.90	17.12	6.10	12.12	**16.82**	81.41	16.61	18.59	11.61	**15.68**	93.50	15.14	6.50	10.14	**14.81**
15	IONEL S.A.	89.16	17.12	10.84	12.12	**16.58**	87.51	16.61	12.49	11.61	**15.99**	85.59	15.14	14.41	10.14	**14.42**
16	MAGISTRALA S.A.	49.01	17.12	50.99	12.12	**14.57**	47.21	16.61	52.79	11.61	**13.97**	43.61	15.14	56.39	10.14	**12.32**
17	MEZON S.A.	85.19	17.12	14.81	12.12	**16.38**	86.40	16.61	13.60	11.61	**15.93**	91.31	15.14	8.69	10.14	**14.71**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	55.03	17.12	44.97	12.12	**14.87**	59.61	16.61	40.39	11.61	**14.59**	62.46	15.14	37.54	10.14	**13.26**
19	MOLD-NORD S.A.	46.16	17.12	53.84	12.12	**14.43**	34.62	16.61	65.38	11.61	**13.34**	32.24	15.14	67.76	10.14	**11.75**
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	56.48	17.12	43.52	12.12	**14.94**	46.46	16.61	53.54	11.61	**13.93**	46.46	15.14	53.54	10.14	**12.46**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	93.80	17.12	6.20	12.12	**16.81**	95.39	16.61	4.61	11.61	**16.38**	95.38	15.14	4.62	10.14	**14.91**
22	PIELART S.A.	58.93	17.12	41.07	12.12	**15.07**	60.92	16.61	39.08	11.61	**14.66**	66.90	15.14	33.10	10.14	**13.48**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	42.17	17.12	57.83	12.12	**14.23**	37.20	16.61	62.80	11.61	**13.47**	39.96	15.14	60.04	10.14	**12.14**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	72.54	17.12	27.46	12.12	**15.75**	51.93	16.61	48.07	11.61	**14.21**	44.90	15.14	55.10	10.14	**12.39**
25	SUPRATEN S.A.	35.00	17.12	65.00	12.12	**13.87**	27.78	16.61	72.22	11.61	**13.00**	27.40	15.14	72.60	10.14	**11.51**
26	TAXI-SERVICE S.A.	80.30	17.12	19.70	12.12	**16.13**	90.09	16.61	9.91	11.61	**16.11**	98.63	15.14	1.37	10.14	**15.07**
27	TOPAZ S.A.	81.57	17.12	18.43	12.12	**16.20**	88.02	16.61	11.98	11.61	**16.01**	91.52	15.14	8.48	10.14	**14.72**
28	TRICON S.A.	82.98	17.12	17.02	12.12	**16.27**	89.11	16.61	10.89	11.61	**16.07**	91.83	15.14	8.17	10.14	**14.73**
29	TUTUN - CTC S.A.	82.27	17.12	17.73	12.12	**16.23**	86.14	16.61	13.86	11.61	**15.92**	89.17	15.14	10.83	10.14	**14.60**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	38.01	17.12	61.99	12.12	**14.02**	54.78	16.61	45.22	11.61	**14.35**	64.90	15.14	35.10	10.14	**13.39**
31	VINIA TRAIAN	82.84	17.12	17.16	12.12	**16.26**	78.61	16.61	21.39	11.61	**15.54**	81.83	15.14	18.17	10.14	**14.23**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	75.51	17.12	24.49	12.12	**15.90**	65.73	16.61	34.27	11.61	**14.90**	40.19	15.14	59.81	10.14	**12.15**
	TOTAL	**2 064**	**548**	**1 136**	**388**	**491**	**2 053**	**532**	**1 147**	**372**	**474**	**2 082**	**484**	**1 118**	**324**	**429**
	MEDIA	**64**	**17**	**36**	**12**	**15**	**64**	**17**	**36**	**12**	**15**	**65**	**15**	**35**	**10**	**13**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 32 (continuare)

Tabelul A32. Determinarea costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, % (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2015					2016					2017				
		Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %	Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %	Ponderea capitalului propriu, %	Costul capitalului propriu, %	Ponderea datoriilor, %	Costul datoriilor, %	CMPC, %
1	2	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
1	BEERMASTER S.A.	79.09	18.80	20.91	13.80	**17.75**	76.81	18.91	23.19	13.91	**17.75**	85.30	15.36	14.70	10.36	**14.62**
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	59.30	18.80	40.70	13.80	**16.76**	60.73	18.91	39.27	13.91	**16.95**	60.73	15.36	39.27	10.36	**13.40**
3	CARMEZ S.A.	23.51	18.80	76.49	13.80	**14.98**	75.50	18.91	24.50	13.91	**17.68**	74.65	15.36	25.35	10.36	**14.09**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	51.75	18.80	48.25	13.80	**16.39**	82.14	18.91	17.86	13.91	**18.02**	96.77	15.36	3.23	10.36	**15.20**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	92.75	18.80	7.25	13.80	**18.44**	88.86	18.91	11.14	13.91	**18.35**	86.78	15.36	13.22	10.36	**14.70**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA	52.77	18.80	47.23	13.80	**16.44**	66.17	18.91	33.83	13.91	**17.22**	71.69	15.36	28.31	10.36	**13.94**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	78.92	18.80	21.08	13.80	**17.75**	80.20	18.91	19.80	13.91	**17.92**	79.23	15.36	20.77	10.36	**14.32**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	36.39	18.80	63.61	13.80	**15.62**	28.82	18.91	71.18	13.91	**15.35**	29.17	15.36	70.83	10.36	**11.82**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	27.13	18.80	72.87	13.80	**15.16**	18.38	18.91	81.62	13.91	**14.83**	14.25	15.36	85.75	10.36	**11.07**
10	FRANZELUȚA S.A.	57.93	18.80	42.07	13.80	**16.70**	69.01	18.91	30.99	13.91	**17.36**	75.22	15.36	24.78	10.36	**14.12**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	66.10	18.80	33.90	13.80	**17.11**	76.45	18.91	23.55	13.91	**17.73**	76.45	15.36	23.55	10.36	**14.18**
12	IMPERIAL VIN S.A.	86.62	18.80	13.38	13.80	**18.13**	84.43	18.91	15.57	13.91	**18.13**	90.98	15.36	9.02	10.36	**14.91**
13	INCOMLAC S.A.	44.40	18.80	55.60	13.80	**16.02**	46.84	18.91	53.16	13.91	**16.25**	48.07	15.36	51.93	10.36	**12.76**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	45.09	18.80	54.91	13.80	**16.05**	82.64	18.91	17.36	13.91	**18.04**	96.02	15.36	3.98	10.36	**15.16**
15	IONEL S.A.	91.77	18.80	8.23	13.80	**18.39**	91.94	18.91	8.06	13.91	**18.51**	93.01	15.36	6.99	10.36	**15.01**
16	MAGISTRALA S.A.	34.49	18.80	65.51	13.80	**15.52**	55.73	18.91	44.27	13.91	**16.70**	67.53	15.36	32.47	10.36	**13.74**
17	MEZON S.A.	96.60	18.80	3.40	13.80	**18.63**	96.85	18.91	3.15	13.91	**18.75**	96.10	15.36	3.90	10.36	**15.17**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	61.14	18.80	38.86	13.80	**16.86**	62.72	18.91	37.28	13.91	**17.05**	64.47	15.36	35.53	10.36	**13.58**
19	MOLD-NORD S.A.	32.39	18.80	67.61	13.80	**15.42**	35.49	18.91	64.51	13.91	**15.68**	27.66	15.36	72.34	10.36	**11.74**
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	71.21	18.80	28.79	13.80	**17.36**	76.18	18.91	23.82	13.91	**17.72**	93.48	15.36	6.52	10.36	**15.03**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	95.33	18.80	4.67	13.80	**18.57**	95.44	18.91	4.56	13.91	**18.68**	96.15	15.36	3.85	10.36	**15.17**
22	PIELART S.A.	38.15	18.80	61.85	13.80	**15.71**	82.56	18.91	17.44	13.91	**18.04**	74.28	15.36	25.72	10.36	**14.07**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	34.37	18.80	65.63	13.80	**15.52**	30.38	18.91	69.62	13.91	**15.43**	31.89	15.36	68.11	10.36	**11.95**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	52.18	18.80	47.82	13.80	**16.41**	55.34	18.91	44.66	13.91	**16.68**	55.34	15.36	44.66	10.36	**13.13**
25	SUPRATEN S.A.	31.28	18.80	68.72	13.80	**15.36**	29.57	18.91	70.43	13.91	**15.39**	40.17	15.36	59.83	10.36	**12.37**
26	TAXI-SERVICE S.A.	97.08	18.80	2.92	13.80	**18.65**	96.69	18.91	3.31	13.91	**18.74**	99.94	15.36	0.06	10.36	**15.36**
27	TOPAZ S.A.	93.64	18.80	6.36	13.80	**18.48**	91.21	18.91	8.79	13.91	**18.47**	93.95	15.36	6.05	10.36	**15.06**
28	TRICON S.A.	88.53	18.80	11.47	13.80	**18.23**	88.34	18.91	11.66	13.91	**18.33**	91.46	15.36	8.54	10.36	**14.93**
29	TUTUN - CTC S.A.	95.76	18.80	4.24	13.80	**18.59**	92.55	18.91	7.45	13.91	**18.54**	95.41	15.36	4.59	10.36	**15.13**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	49.94	18.80	50.06	13.80	**16.30**	56.11	18.91	43.89	13.91	**16.72**	66.80	15.36	33.20	10.36	**13.70**
31	VINIA TRAIAN	81.83	18.80	18.17	13.80	**17.89**	82.13	18.91	17.87	13.91	**18.02**	75.91	15.36	24.09	10.36	**14.16**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	70.04	18.80	29.96	13.80	**17.30**	56.46	18.91	43.54	13.91	**16.73**	75.42	15.36	24.58	10.36	**14.13**
	TOTAL	**2 017**	**602**	**1 183**	**442**	**542**	**2 213**	**605**	**987**	**445**	**556**	**2 324**	**492**	**876**	**332**	**448**
	MEDIA	**63**	**19**	**37**	**14**	**17**	**69**	**19**	**31**	**14**	**17**	**73**	**15**	**27**	**10**	**14**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 33

Tabelul A33. Determinarea profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2012				2013				2014			
		PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei	PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei	PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	8 389 909	15.58	39 638 218	**2 212 658**	8 308 181	15.21	45 805 606	**1 340 538**	-1 794 343	14.26	48 938 827	**-8 772 090**
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	3 549 676	14.82	28 429 169	**-662 745**	2 533 565	14.23	27 836 828	**-1 427 995**	6 565 677	12.89	31 325 707	**2 528 993**
3	CARMEZ S.A.	-16 306 545	13.60	35 293 463	**-21 105 852**	5 333 258	12.99	31 467 765	**1 246 749**	3 880 869	11.62	29 497 772	**454 029**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1 609 892	15.76	37 799 123	**-4 347 580**	10 897 615	15.80	47 706 184	**3 359 251**	2 802 773	13.87	48 584 845	**-3 935 110**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	4 525 699	16.10	73 977 543	**-7 385 342**	1 057 602	16.19	71 267 294	**-10 480 801**	740 394	14.74	70 431 842	**-9 642 350**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	4 027 516	15.53	125 550 818	**-15 476 633**	1 694 930	14.68	118 655 370	**-15 723 889**	-1 850 481	12.88	106 611 382	**-15 584 051**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	3 741 801	16.02	61 317 767	**-6 081 138**	4 557 031	15.55	63 873 587	**-5 373 677**	7 851 311	14.24	69 663 002	**-2 071 119**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	4 377 590	12.34	1 620 381	**4 177 618**	12 627 914	12.24	9 166 615	**11 506 088**	17 387 150	11.35	20 322 994	**15 080 148**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	51 297 353	13.91	356 987 622	**1 635 044**	42 594 801	13.45	328 823 689	**-1 623 030**	76 381 022	11.87	330 892 415	**37 098 169**
10	FRANZELUȚA S.A.	8 540 297	16.14	245 895 971	**-31 135 445**	23 596 922	15.13	256 534 690	**-15 210 957**	19 948 093	13.22	256 623 260	**-13 978 862**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	7 080 548	15.19	288 933 134	**-36 819 018**	33 796 857	14.83	302 722 672	**-11 105 140**	46 207 646	13.45	324 561 729	**2 569 518**
12	IMPERIAL VIN S.A.	10 026 494	16.04	163 668 372	**-16 226 234**	11 567 353	15.51	169 661 275	**-14 742 215**	8 300 833	14.19	173 237 222	**-16 279 535**
13	INCOMLAC S.A.	54 101 312	14.68	202 229 461	**24 417 055**	58 392 916	14.33	237 560 900	**24 343 072**	68 577 406	12.95	279 707 719	**32 358 250**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	14 373 800	16.82	31 856 267	**9 017 091**	745 496	15.68	24 316 992	**-3 067 544**	1 316 782	14.81	25 335 547	**-2 436 621**
15	IONEL S.A.	3 612 815	16.58	66 255 553	**-7 370 959**	5 951 410	15.99	71 029 533	**-5 402 874**	11 375 397	14.42	78 933 069	**-6 400**
16	MAGISTRALA S.A.	3 114 560	14.57	21 613 843	**-34 690**	659 438	13.97	17 194 707	**-1 742 743**	1 586 890	12.32	18 845 629	**-734 986**
17	MEZON S.A.	4 211 859	16.38	81 619 658	**-9 157 124**	2 755 816	15.93	83 105 287	**-10 482 915**	3 886 629	14.71	85 608 312	**-8 702 377**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	7 719 946	14.87	37 386 748	**2 159 900**	7 943 080	14.59	39 117 678	**2 235 618**	8 332 996	13.26	40 808 156	**2 920 565**
19	MOLD-NORD S.A.	7 986 216	14.43	47 663 025	**1 109 466**	10 986 622	13.34	48 102 748	**4 569 240**	12 973 221	11.75	49 096 190	**7 203 425**
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	15 938 154	14.94	99 135 523	**1 123 451**	19 431 181	13.93	104 575 524	**4 860 652**	19 431 181	12.46	104 575 524	**6 397 912**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	59 138	16.81	133 513 258	**-22 384 115**	704 182	16.38	132 424 203	**-20 986 427**	-169 937	14.91	124 321 898	**-18 705 150**
22	PIELART S.A.	16 346 461	15.07	95 709 254	**1 926 241**	16 161 535	14.66	104 033 452	**914 141**	15 324 740	13.48	112 928 992	**96 457**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	1 475 844	14.23	5 964 298	**627 206**	1 360 476	13.47	6 124 474	**535 505**	1 202 564	12.14	6 218 832	**447 728**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	109 040 171	15.75	732 821 172	**-6 356 680**	69 888 036	14.21	696 345 655	**-29 039 756**	77 255 818	12.39	675 917 169	**-6 457 024**
25	SUPRATEN S.A.	31 168 320	13.87	110 275 091	**15 873 163**	41 716 547	13.00	116 614 479	**26 557 834**	47 001 183	11.51	124 209 713	**32 704 342**
26	TAXI-SERVICE S.A.	420 387	16.13	4 406 177	**-290 539**	328 712	16.11	4 675 194	**-424 676**	548 606	15.07	5 215 365	**-237 417**
27	TOPAZ S.A.	3 134 720	16.20	61 300 135	**-6 795 061**	2 718 112	16.01	117 259 747	**-16 056 114**	2 397 054	14.72	117 879 938	**-14 949 892**
28	TRICON S.A.	-2 639 672	16.27	26 009 831	**-6 871 156**	1 442 352	16.07	27 068 324	**-2 906 377**	3 848 148	14.73	30 600 319	**-659 712**
29	TUTUN - CTC S.A.	54 790 039	16.23	375 572 803	**-6 178 412**	17 935 526	15.92	357 595 093	**-38 982 400**	17 369 511	14.60	360 599 333	**-35 273 144**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	11 791 576	14.02	35 847 361	**6 765 621**	4 644 657	14.35	36 092 689	**-534 335**	5 853 035	13.39	39 467 689	**570 255**
31	VINIA TRAIAN	6 507 501	16.26	99 768 381	**-9 716 933**	6 771 000	15.54	103 289 363	**-9 280 925**	5 911 694	14.23	106 383 626	**-9 228 303**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	1 353 726	15.90	34 243 102	**-4 089 471**	2 046 337	14.90	33 439 180	**-2 935 013**	607 107	12.15	23 753 724	**-2 278 796**
	TOTAL	**435 367 104**	**491**	**3 762 302 522**	**-147 440 613**	**431 149 459**	**474**	**3 833 486 797**	**-136 061 114**	**491 050 970**	**429**	**3 921 097 741**	**-29 503 151**
	MEDIA	**13 605 222**	**15.34**	**117 571 954**	**-4 607 519**	**13 473 421**	**14.82**	**119 796 462**	**-4 251 910**	**15 345 343**	**13.39**	**122 534 304**	**-921 973**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 33 (continuare)

Tabelul A33. Determinarea profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2015				2016				2017			
		PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei	PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei	PPD, lei	CMPC, %	AN, lei	PRO, lei
1	2	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
1	BEERMASTER S.A.	35 117	17.75	47 135 812	**-8 333 629**	1 835 160	17.75	46 877 016	**-6 485 779**	-4 955 374	14.62	69 184 246	**-15 073 552**
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	10 826 641	16.76	38 131 508	**4 433 897**	8 343 926	16.95	42 020 240	**1 222 936**	7 748 359	13.40	44 121 252	**1 837 624**
3	CARMEZ S.A.	1 884 267	14.98	20 974 732	**-1 256 790**	11 319 995	17.68	193 531 393	**-22 905 757**	8 427 320	14.09	186 463 156	**-17 850 039**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	2 515 317	16.39	45 238 341	**-4 898 135**	2 850 566	18.02	46 695 712	**-5 562 679**	5 554 534	15.20	52 061 329	**-2 357 951**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	769 617	18.44	69 977 848	**-12 132 523**	1 196 942	18.35	68 039 314	**-11 290 457**	1 135 491	14.70	67 794 326	**-8 829 756**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-594 360	16.44	94 248 610	**-16 087 387**	9 465 712	17.22	96 827 298	**-7 206 332**	16 038 090	13.94	108 428 847	**918 217**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	3 754 784	17.75	70 326 599	**-8 725 259**	8 529 720	17.92	76 247 476	**-5 133 736**	11 726 667	14.32	85 237 387	**-480 665**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	18 685 266	15.62	31 596 064	**13 750 080**	19 756 125	15.35	38 257 895	**13 883 127**	8 393 716	11.82	38 301 110	**3 867 190**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	117 702 557	15.16	327 036 204	**68 135 143**	203 635 969	14.83	326 375 052	**155 237 664**	252 968 878	11.07	348 458 954	**214 386 038**
10	FRANZELUȚA S.A.	28 110 355	16.70	258 014 571	**-14 968 900**	33 696 291	17.36	273 661 533	**-13 812 904**	23 716 742	14.12	281 696 273	**-16 061 253**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	49 852 194	17.11	324 561 729	**-5 664 892**	36 600 854	17.73	370 936 443	**-29 175 624**	34 171 892	14.18	389 483 265	**-21 066 753**
12	IMPERIAL VIN S.A.	10 736 872	18.13	180 133 414	**-21 922 884**	18 419 970	18.13	187 669 307	**-15 607 277**	911 120	14.91	186 600 903	**-26 909 564**
13	INCOMLAC S.A.	74 691 186	16.02	248 142 667	**34 939 242**	43 505 170	16.25	270 491 446	**-455 237**	34 862 509	12.76	307 414 652	**-4 373 922**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	3 475 826	16.05	24 138 496	**-399 536**	892 110	18.04	24 156 561	**-3 466 268**	705 954	15.16	24 788 425	**-3 052 242**
15	IONEL S.A.	18 679 689	18.39	94 513 354	**1 300 282**	12 623 991	18.51	103 940 882	**-6 612 392**	7 236 981	15.01	107 628 068	**-8 918 697**
16	MAGISTRALA S.A.	-668 823	15.52	13 893 759	**-2 825 737**	2 553 719	16.70	23 046 939	**-1 294 316**	-3 911 841	13.74	23 795 707	**-7 180 556**
17	MEZON S.A.	2 203 811	18.63	87 241 154	**-14 049 140**	7 566 360	18.75	94 292 120	**-10 115 833**	1 041 252	15.17	93 956 269	**-13 207 230**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	4 016 810	16.86	36 842 388	**-2 193 757**	4 599 982	17.05	37 710 090	**-1 828 013**	5 409 551	13.58	39 587 147	**32 193**
19	MOLD-NORD S.A.	15 796 594	15.42	50 379 703	**8 028 327**	14 244 356	15.68	51 692 660	**6 136 715**	15 954 361	11.74	53 226 265	**9 703 971**
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	19 341 252	17.36	218 253 660	**-18 548 446**	42 048 416	17.72	248 885 902	**-2 051 487**	17 518 705	15.03	264 493 385	**-22 245 216**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	827 011	18.57	118 625 691	**-21 197 896**	242 191	18.68	118 078 489	**-21 817 281**	-185 447	15.17	114 306 333	**-17 522 990**
22	PIELART S.A.	25 481 938	15.71	66 877 086	**14 977 295**	15 398 311	18.04	154 625 495	**-12 493 306**	11 017 950	14.07	159 905 050	**-11 487 150**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	1 724 912	15.52	6 199 632	**762 827**	2 761 671	15.43	6 778 264	**1 715 869**	1 773 267	11.95	6 977 428	**939 166**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	60 150 367	16.41	653 241 272	**-47 040 723**	174 081 330	16.68	742 795 454	**50 205 437**	160 440 856	13.13	779 935 227	**58 058 869**
25	SUPRATEN S.A.	56 339 570	15.36	139 664 308	**34 881 444**	64 398 917	15.39	152 375 671	**40 950 641**	89 380 513	12.37	207 687 005	**63 692 447**
26	TAXI-SERVICE S.A.	352 418	18.65	95 764 760	**-17 511 345**	13 961 765	18.74	98 928 896	**-4 582 060**	684 537	15.36	102 913 645	**-15 119 936**
27	TOPAZ S.A.	3 240 485	18.48	119 912 133	**-18 921 809**	3 959 309	18.47	122 166 412	**-18 605 436**	4 272 779	15.06	125 513 812	**-14 626 369**
28	TRICON S.A.	1 995 408	18.23	28 958 624	**-3 282 765**	3 519 553	18.33	31 892 762	**-2 325 470**	807 050	14.93	32 386 692	**-4 029 326**
29	TUTUN - CTC S.A.	17 494 016	18.59	367 226 297	**-50 766 417**	19 074 152	18.54	373 186 184	**-50 105 801**	15 165 916	15.13	372 517 837	**-41 197 932**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	11 653 809	16.30	44 909 943	**4 334 753**	34 931 030	16.72	72 003 534	**22 895 334**	35 130 804	13.70	99 744 034	**21 466 021**
31	VINIA TRAIAN	6 429 009	17.89	106 383 626	**-12 604 629**	7 658 194	18.02	114 308 991	**-12 936 507**	6 404 296	14.16	116 750 865	**-10 122 557**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	7 312 588	17.30	44 412 450	**-371 638**	-1 725 199	16.73	38 508 058	**-8 168 717**	-2 815 908	14.13	67 427 050	**-12 344 022**
	TOTAL	**574 816 503**	**542**	**4 072 956 435**	**-118 160 946**	**821 946 559**	**556**	**4 647 003 489**	**18 209 054**	**766 731 518**	**448**	**4 958 785 944**	**80 844 059**
	MEDIA	**17 963 016**	**16.95**	**127 279 889**	**-3 692 530**	**25 685 830**	**17.37**	**145 218 859**	**569 033**	**23 960 360**	**13.99**	**154 962 061**	**2 526 377**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 34

Tabelul A34. Analiza factorială a profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2013/2012					2014/2013					2015/2014				
		Influența PPD	Influența CMPC	Influența AN	Abaterea PRO	Suma de control	Influența PPD	Influența CMPC	Influența AN	Abaterea PRO	Suma de control	Influența PPD	Influența CMPC	Influența AN	Abaterea PRO	Suma de control
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	BEERMASTER S.A.	-81 729	147 750	-938 142	-872 120	-872 120	-10 102 524	436 633	-446 738	-10 112 628	-10 112 628	1 829 460	-1 711 116	320 117	438 461	438 461
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	-1 016 111	166 563	84 298	-765 250	-765 250	4 032 112	374 459	-449 583	3 956 988	3 956 988	4 260 965	-1 215 069	-1 140 992	1 904 904	1 904 904
3	CARMEZ S.A.	21 639 803	215 981	496 818	22 352 602	22 352 602	-1 452 389	430 808	228 860	-792 721	-792 721	-1 996 603	-990 577	1 276 362	-1 710 818	-1 710 818
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	9 287 723	-15 412	-1 565 479	7 706 832	7 706 832	-8 094 842	922 336	-121 855	-7 294 361	-7 294 361	-287 456	-1 223 978	548 410	-963 025	-963 025
5	CONSTRUCTORUL S.A.	-3 468 097	-66 159	438 798	-3 095 459	-3 095 459	-317 207	1 032 499	123 159	838 451	838 451	29 223	-2 603 101	83 705	-2 490 173	-2 490 173
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-2 332 586	1 073 066	1 012 264	-247 256	-247 256	-3 545 411	2 133 754	1 551 494	139 837	139 837	1 256 121	-3 791 708	2 032 250	-503 336	-503 336
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	815 229	289 596	-397 365	707 461	707 461	3 294 281	832 891	-824 614	3 302 558	3 302 558	-4 096 528	-2 439 851	-117 761	-6 654 140	-6 654 140
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	8 250 324	1 667	-923 521	7 328 470	7 328 470	4 759 237	81 261	-1 266 437	3 574 061	3 574 061	1 298 115	-867 373	-1 760 811	-1 330 068	-1 330 068
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-8 702 552	1 657 196	3 787 282	-3 258 074	-3 258 074	33 786 221	5 180 572	-245 595	38 721 199	38 721 199	41 321 535	-10 869 030	584 469	31 036 974	31 036 974
10	FRANZELUŢA S.A.	15 056 625	2 477 260	-1 609 397	15 924 489	15 924 489	-3 648 829	4 892 634	-11 709	1 232 095	1 232 095	8 162 262	-8 920 001	-232 299	-990 038	-990 038
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	26 716 310	1 042 931	-2 045 363	25 713 878	25 713 878	12 410 788	4 200 185	-2 936 315	13 674 658	13 674 658	3 644 549	-11 878 959	0	-8 234 411	-8 234 411
12	IMPERIAL VIN S.A.	1 540 859	872 485	-929 326	1 484 019	1 484 019	-3 266 521	2 236 587	-507 386	-1 537 320	-1 537 320	2 436 040	-6 829 049	-1 250 340	-5 643 349	-5 643 349
13	INCOMLAC S.A.	4 291 604	698 503	-5 064 091	-73 984	-73 984	10 184 490	3 288 250	-5 457 562	8 015 178	8 015 178	6 113 780	-8 589 444	5 056 656	2 580 992	2 580 992
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-13 628 304	361 469	1 182 200	-12 084 635	-12 084 635	571 286	210 533	-150 897	630 922	630 922	2 159 044	-314 141	192 183	2 037 086	2 037 086
15	IONEL S.A.	2 338 595	392 625	-763 135	1 968 085	1 968 085	5 423 987	1 112 141	-1 139 655	5 396 474	5 396 474	7 304 292	-3 132 658	-2 864 951	1 306 683	1 306 683
16	MAGISTRALA S.A.	-2 455 123	129 697	617 374	-1 708 052	-1 708 052	927 453	283 705	-203 402	1 007 756	1 007 756	-2 255 713	-603 782	768 745	-2 090 750	-2 090 750
17	MEZON S.A.	-1 456 043	366 914	-236 662	-1 325 791	-1 325 791	1 130 814	1 017 803	-368 079	1 780 538	1 780 538	-1 682 818	-3 359 747	-304 197	-5 346 763	-5 346 763
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	223 133	105 135	-252 551	75 717	75 717	389 916	519 241	-224 210	684 947	684 947	-4 316 186	-1 466 650	668 514	-5 114 321	-5 114 321
19	MOLD-NORD S.A.	3 000 406	518 031	-58 663	3 459 774	3 459 774	1 986 600	764 335	-116 750	2 634 185	2 634 185	2 823 372	-1 800 560	-197 910	824 902	824 902
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	3 493 027	1 002 130	-757 956	3 737 200	3 737 200	0	1 537 260	0	1 537 260	1 537 260	-89 929	-5 121 455	-19 734 974	-24 946 358	-24 946 358
21	NORD-ZAHĂR S.A.	645 044	574 261	178 383	1 397 689	1 397 689	-874 119	1 947 419	1 207 977	2 281 277	2 281 277	996 948	-4 547 293	1 057 599	-2 492 746	-2 492 746
22	PIELART S.A.	-184 926	392 840	-1 220 015	-1 012 101	-1 012 101	-836 794	1 218 659	-1 199 549	-817 684	-817 684	10 157 197	-2 509 909	7 233 551	14 880 839	14 880 839
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	-115 368	45 243	-21 576	-91 701	-91 701	-157 912	81 589	-11 453	-87 777	-87 777	522 348	-210 229	2 980	315 099	315 099
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-39 152 135	11 287 089	5 181 970	-22 683 076	-22 683 076	7 367 782	12 684 867	2 530 083	22 582 732	22 582 732	-17 105 451	-27 199 161	3 720 913	-40 583 699	-40 583 699
25	SUPRATEN S.A.	10 548 227	960 501	-824 057	10 684 671	10 684 671	5 284 636	1 736 102	-874 230	6 146 508	6 146 508	9 338 388	-4 786 831	-2 374 455	2 177 102	2 177 102
26	TAXI-SERVICE S.A.	-91 675	888	-43 351	-134 137	-134 137	219 894	48 776	-81 411	187 259	187 259	-196 188	-186 840	-16 890 899	-17 273 928	-17 273 928
27	TOPAZ S.A.	-416 608	115 138	-8 959 583	-9 261 053	-9 261 053	-321 058	1 518 546	-91 266	1 106 223	1 106 223	843 431	-4 439 756	-375 593	-3 971 918	-3 971 918
28	TRICON S.A.	4 082 024	52 810	-170 055	3 964 779	3 964 779	2 405 795	361 183	-520 313	2 246 665	2 246 665	-1 852 739	-1 069 540	299 225	-2 623 054	-2 623 054
29	TUTUN - CTC S.A.	-36 854 513	1 189 038	2 861 488	-32 803 988	-32 803 988	-566 015	4 713 849	-438 579	3 709 256	3 709 256	124 505	-14 385 951	-1 231 827	-15 493 273	-15 493 273
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	-7 146 919	-117 834	-35 202	-7 299 956	-7 299 956	1 208 378	347 958	-451 746	1 104 589	1 104 589	5 800 774	-1 149 341	-886 934	3 764 499	3 764 499
31	VINIA TRAIAN	263 499	719 695	-547 186	436 008	436 008	-859 305	1 352 288	-440 360	52 622	52 622	517 315	-3 893 641	0	-3 376 326	-3 376 326
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	692 612	342 088	119 758	1 154 458	1 154 458	-1 439 231	918 736	1 176 712	656 216	656 216	6 705 482	-1 223 958	-3 574 365	1 907 158	1 907 158
	TOTAL	**-4 217 645**	**26 999 187**	**-11 402 043**	**11 379 499**	**11 379 499**	**59 901 512**	**58 417 859**	**-11 761 407**	**106 557 963**	**106 557 963**	**83 765 533**	**-143 330 698**	**-29 092 629**	**-88 657 795**	**-88 657 795**
	MEDIA	**-131 801**	**843 725**	**-356 314**	**355 609**	**355 609**	**1 871 922**	**1 825 558**	**-367 544**	**3 329 936**	**3 329 936**	**2 617 673**	**-4 479 084**	**-909 145**	**-2 770 556**	**-2 770 556**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 34 (continuare)

Tabelul A34. Analiza factorială a profitului rezidual operațional (PRO) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2016/2015					2017/2016				
		Influența PPD	Influența CMPC	Influența AN	Abaterea PRO	Suma de control	Influența PPD	Influența CMPC	Influența AN	Abaterea PRO	Suma de control
1	2	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1	BEERMASTER S.A.	1 800 043	1 869	45 938	1 847 850	1 847 850	-6 790 534	1 465 188	-3 262 427	-8 587 773	-8 587 773
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	-2 482 715	-69 239	-659 007	-3 210 961	-3 210 961	-595 567	1 491 719	-281 464	614 688	614 688
3	CARMEZ S.A.	9 435 728	-568 295	-30 516 400	-21 648 967	-21 648 967	-2 892 675	6 952 300	996 093	5 055 718	5 055 718
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	335 250	-737 217	-262 577	-664 544	-664 544	2 703 967	1 316 248	-815 488	3 204 728	3 204 728
5	CONSTRUCTORUL S.A.	427 325	58 959	355 783	842 067	842 067	-61 451	2 486 140	36 011	2 460 701	2 460 701
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA	10 060 072	-735 009	-444 007	8 881 056	8 881 056	6 572 378	3 169 951	-1 617 779	8 124 549	8 124 549
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	4 774 937	-122 399	-1 061 014	3 591 524	3 591 524	3 196 947	2 743 620	-1 287 496	4 653 071	4 653 071
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	1 070 860	84 850	-1 022 663	133 047	133 047	-11 362 410	1 351 580	-5 107	-10 015 937	-10 015 937
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	85 933 412	1 071 067	98 043	87 102 521	87 102 521	49 332 909	12 260 688	-2 445 222	59 148 374	59 148 374
10	FRANZELUȚA S.A.	5 585 935	-1 713 539	-2 716 401	1 155 995	1 155 995	-9 979 549	8 865 777	-1 134 576	-2 248 348	-2 248 348
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	-13 251 340	-2 035 973	-8 223 418	-23 510 731	-23 510 731	-2 428 962	13 168 244	-2 630 412	8 108 870	8 108 870
12	IMPERIAL VIN S.A.	7 683 098	-1 121	-1 366 370	6 315 606	6 315 606	-17 508 850	6 047 272	159 290	-11 302 287	-11 302 287
13	INCOMLAC S.A.	-31 186 015	-576 328	-3 632 135	-35 394 479	-35 394 479	-8 642 661	9 436 616	-4 712 641	-3 918 686	-3 918 686
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-2 583 716	-479 757	-3 259	-3 066 732	-3 066 732	-186 157	695 980	-95 797	414 026	414 026
15	IONEL S.A.	-6 055 698	-112 220	-1 744 757	-7 912 674	-7 912 674	-5 387 010	3 634 175	-553 471	-2 306 306	-2 306 306
16	MAGISTRALA S.A.	3 222 542	-162 859	-1 528 262	1 531 420	1 531 420	-6 465 560	682 176	-102 855	-5 886 239	-5 886 239
17	MEZON S.A.	5 362 549	-107 006	-1 322 237	3 933 306	3 933 306	-6 525 109	3 382 781	50 932	-3 091 396	-3 091 396
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	583 172	-69 522	-147 907	365 743	365 743	809 569	1 305 609	-254 972	1 860 206	1 860 206
19	MOLD-NORD S.A.	-1 552 238	-133 446	-205 928	-1 891 612	-1 891 612	1 710 005	2 037 343	-180 092	3 567 256	3 567 256
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	22 707 164	-782 501	-5 427 704	16 496 959	16 496 959	-24 529 710	6 682 410	-2 346 428	-20 193 729	-20 193 729
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-584 820	-136 794	102 229	-619 385	-619 385	-427 638	4 149 783	572 146	4 294 291	4 294 291
22	PIELART S.A.	-10 083 627	-1 558 763	-15 828 211	-27 470 601	-27 470 601	-4 380 361	6 129 564	-743 047	1 006 156	1 006 156
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	1 036 759	5 559	-89 276	953 042	953 042	-988 404	235 509	-23 809	-776 703	-776 703
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	113 930 963	-1 749 864	-14 934 938	97 246 160	97 246 160	-13 640 474	26 369 239	-4 875 333	7 853 432	7 853 432
25	SUPRATEN S.A.	8 059 347	-34 067	-1 956 084	6 069 197	6 069 197	24 981 595	4 601 473	-6 841 262	22 741 806	22 741 806
26	TAXI-SERVICE S.A.	13 609 347	-86 957	-593 105	12 929 285	12 929 285	-13 277 229	3 351 291	-611 939	-10 537 876	-10 537 876
27	TOPAZ S.A.	718 823	13 926	-416 377	316 373	316 373	313 470	4 169 630	-504 032	3 979 067	3 979 067
28	TRICON S.A.	1 524 145	-29 107	-537 743	957 296	957 296	-2 712 504	1 082 407	-73 760	-1 703 856	-1 703 856
29	TUTUN - CTC S.A.	1 580 135	185 304	-1 104 823	660 616	660 616	-3 908 236	12 714 980	101 124	8 907 869	8 907 869
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	23 277 221	-187 832	-4 528 809	18 560 581	18 560 581	199 774	2 171 320	-3 800 407	-1 429 313	-1 429 313
31	VINIA TRAIAN	1 229 185	-133 174	-1 427 889	-331 878	-331 878	-1 253 898	4 413 511	-345 663	2 813 950	2 813 950
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	-9 037 787	252 732	987 976	-7 797 079	-7 797 079	-1 090 709	1 001 946	-4 086 542	-4 175 305	-4 175 305
	TOTAL	**247 130 056**	**-10 648 725**	**-100 111 330**	**136 370 000**	**136 370 000**	**-55 215 041**	**159 566 469**	**-41 716 423**	**62 635 004**	**62 635 004**
	MEDIA	**7 722 814**	**-332 773**	**-3 128 479**	**4 261 562**	**4 261 562**	**-1 725 470**	**4 986 452**	**-1 303 638**	**1 957 344**	**1 957 344**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 35

Tabelul A35. Determinarea profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2012				2013				2014			
		Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei	Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei	Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	BEERMASTER S.A.	6 259 818	17.12	39 638 218	**-526 245**	6 242 789	16.61	45 805 606	**-1 365 522**	-3 011 112	15.14	48 938 827	**-10 420 450**
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	608 013	17.12	28 429 169	**-4 259 061**	-399 037	16.61	27 836 828	**-5 022 734**	3 580 795	15.14	31 325 707	**-1 161 917**
3	CARMEZ S.A.	-26 496 929	17.12	35 293 463	**-32 539 170**	-4 285 587	16.61	31 467 765	**-9 512 383**	-4 285 587	15.14	29 497 772	**-8 751 550**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	-100 272	17.12	37 799 123	**-6 571 482**	9 829 490	16.61	47 706 184	**1 905 493**	878 726	15.14	48 584 845	**-6 477 020**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	2 230 371	17.12	73 977 543	**-10 434 584**	299 468	16.61	71 267 294	**-11 538 030**	32 331	15.14	70 431 842	**-10 631 050**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-3 035 906	17.12	125 550 818	**-24 530 206**	-6 964 183	16.61	118 655 370	**-26 672 840**	-12 044 085	15.14	106 611 382	**-28 185 048**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	1 645 012	17.12	61 317 767	**-8 852 590**	2 555 820	16.61	63 873 587	**-8 053 583**	6 084 271	15.14	69 663 002	**-4 462 708**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	131 543	17.12	1 620 381	**-145 866**	5 221 186	16.61	9 166 615	**3 698 611**	10 010 202	15.14	20 322 994	**6 933 301**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-26 192 270	17.12	356 987 622	**-87 308 551**	-23 122 845	16.61	328 823 689	**-77 740 460**	3 881 749	15.14	330 892 415	**-46 215 363**
10	FRANZELUŢA S.A.	1 230 436	17.12	245 895 971	**-40 866 954**	11 046 959	16.61	256 534 690	**-31 563 453**	1 383 556	15.14	256 623 260	**-37 469 206**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	-14 866 245	17.12	288 933 134	**-64 331 598**	14 414 277	16.61	302 722 672	**-35 867 959**	26 886 546	15.14	324 561 729	**-22 252 100**
12	IMPERIAL VIN S.A.	4 562 572	17.12	163 668 372	**-23 457 453**	5 992 903	16.61	169 661 275	**-22 187 835**	3 575 947	15.14	173 237 222	**-22 652 168**
13	INCOMLAC S.A.	30 712 001	17.12	202 229 461	**-3 909 683**	35 331 439	16.61	237 560 900	**-4 127 426**	43 246 418	15.14	279 707 719	**898 669**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	14 123 194	17.12	31 856 267	**8 669 401**	100 865	16.61	24 316 992	**-3 938 187**	1 112 143	15.14	25 335 547	**-2 723 659**
15	IONEL S.A.	2 636 294	17.12	66 255 553	**-8 706 657**	4 773 980	16.61	71 029 533	**-7 024 025**	9 832 654	15.14	78 933 069	**-2 117 813**
16	MAGISTRALA S.A.	389 191	17.12	21 613 843	**-3 311 099**	-1 572 887	16.61	17 194 707	**-4 428 928**	-1 242 266	15.14	18 845 629	**-4 095 494**
17	MEZON S.A.	2 492 418	17.12	81 619 658	**-11 480 867**	1 237 247	16.61	83 105 287	**-12 566 541**	2 940 374	15.14	85 608 312	**-10 020 724**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	4 017 638	17.12	37 386 748	**-2 382 973**	4 865 830	16.61	39 117 678	**-1 631 616**	5 485 713	15.14	40 808 156	**-692 642**
19	MOLD-NORD S.A.	1 247 517	17.12	47 663 025	**-6 912 393**	439 723	16.61	48 102 748	**-7 550 143**	993 442	15.14	49 096 190	**-6 439 721**
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	6 679 129	17.12	99 135 523	**-10 292 873**	5 440 001	16.61	104 575 524	**-11 929 994**	5 440 001	15.14	104 575 524	**-10 392 733**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-1 011 345	17.12	133 513 258	**-23 868 815**	-38 357	16.61	132 424 203	**-22 034 017**	-868 921	15.14	124 321 898	**-19 691 256**
22	PIELART S.A.	8 263 408	17.12	95 709 254	**-8 122 016**	8 414 925	16.61	104 033 452	**-8 865 031**	8 836 816	15.14	112 928 992	**-8 260 633**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	484 638	17.12	5 964 298	**-536 450**	160 176	16.61	6 124 474	**-857 099**	117 660	15.14	6 218 832	**-823 871**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	75 415 871	17.12	732 821 172	**-50 043 114**	-4 935 906	16.61	696 345 655	**-120 598 919**	-19 039 448	15.14	675 917 169	**-121 373 307**
25	SUPRATEN S.A.	6 347 014	17.12	110 275 091	**-12 532 082**	6 519 100	16.61	116 614 479	**-12 850 565**	8 800 824	15.14	124 209 713	**-10 004 527**
26	TAXI-SERVICE S.A.	289 332	17.12	4 406 177	**-465 006**	269 017	16.61	4 675 194	**-507 533**	540 171	15.14	5 215 365	**-249 435**
27	TOPAZ S.A.	1 456 363	17.12	61 300 135	**-9 038 220**	864 497	16.61	117 259 747	**-18 612 347**	1 128 222	15.14	117 879 938	**-16 718 801**
28	TRICON S.A.	-3 286 452	17.12	26 009 831	**-7 739 335**	1 058 493	16.61	27 068 324	**-3 437 556**	3 531 995	15.14	30 600 319	**-1 100 893**
29	TUTUN - CTC S.A.	44 979 579	17.12	375 572 803	**-19 318 485**	11 253 920	16.61	357 595 093	**-48 142 625**	12 286 433	15.14	360 599 333	**-42 308 306**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	4 705 457	17.12	35 847 361	**-1 431 611**	1 185 982	16.61	36 092 689	**-4 809 014**	3 375 000	15.14	39 467 689	**-2 600 408**
31	VINIA TRAIAN	4 003 054	17.12	99 768 381	**-13 077 293**	3 508 878	16.61	103 289 363	**-13 647 485**	3 169 218	15.14	106 383 626	**-12 937 263**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	8 037	17.12	34 243 102	**-5 854 382**	22 652	16.61	33 439 180	**-5 531 596**	-3 497 814	15.14	23 753 724	**-7 094 128**
	TOTAL	**149 928 481**	**548**	**3 762 302 522**	**-494 177 711**	**99 730 815**	**532**	**3 833 486 797**	**-537 011 342**	**123 161 974**	**484**	**3 921 097 741**	**-470 492 224**
	MEDIA	**4 685 265**	**17**	**117 571 954**	**-15 443 053**	**3 116 588**	**17**	**119 796 462**	**-16 781 604**	**3 848 812**	**15**	**122 534 304**	**-14 702 882**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 35 (continuare)

Tabelul A35. Determinarea profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2015				2016				2017			
		Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei	Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei	Pn, lei	CCP, %	CP, lei	PRN, lei
1	2	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
1	BEERMASTER S.A.	-1 684 543	18.80	47 135 812	**-10 546 076**	-133 335	18.91	46 877 016	**-8 997 779**	-6 190 619	15.36	69 184 246	**-16 817 319**
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	7 214 992	18.80	38 131 508	**46 268**	4 564 573	18.91	42 020 240	**-3 381 454**	4 792 802	15.36	44 121 252	**-1 984 223**
3	CARMEZ S.A.	-7 533 785	18.80	20 974 732	**-11 477 035**	2 582 953	18.91	193 531 393	**-34 013 833**	1 867 507	15.36	186 463 156	**-26 773 234**
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	-3 305 161	18.80	45 238 341	**-11 809 969**	1 438 580	18.91	46 695 712	**-7 391 579**	5 374 383	15.36	52 061 329	**-2 622 237**
5	CONSTRUCTORUL S.A.	14 681	18.80	69 977 848	**-13 141 154**	10 951	18.91	68 039 314	**-12 855 283**	65 974	15.36	67 794 326	**-10 347 234**
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA	-12 235 513	18.80	94 248 610	**-29 954 252**	2 578 688	18.91	96 827 298	**-15 731 354**	11 602 197	15.36	108 428 847	**-5 052 474**
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	1 161 990	18.80	70 326 599	**-12 059 411**	5 910 878	18.91	76 247 476	**-8 507 520**	9 411 940	15.36	85 237 387	**-3 680 523**
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	11 064 300	18.80	31 596 064	**5 124 240**	6 613 560	18.91	38 257 895	**-621 008**	-1 243 517	15.36	38 301 110	**-7 126 567**
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	-3 510 870	18.80	327 036 204	**-64 993 676**	2 046 064	18.91	326 375 052	**-59 671 458**	35 705 100	15.36	348 458 954	**-17 818 195**
10	FRANZELUȚA S.A.	2 251 296	18.80	258 014 571	**-46 255 443**	16 603 105	18.91	273 661 533	**-35 146 291**	14 101 405	15.36	281 696 273	**-29 167 143**
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	26 886 546	18.80	324 561 729	**-34 131 059**	20 707 426	18.91	370 936 443	**-49 436 655**	21 742 797	15.36	389 483 265	**-38 081 832**
12	IMPERIAL VIN S.A.	6 896 191	18.80	180 133 414	**-26 968 891**	13 605 851	18.91	187 669 307	**-21 882 415**	-1 004 600	15.36	186 600 903	**-29 666 499**
13	INCOMLAC S.A.	31 802 291	18.80	248 142 667	**-14 848 530**	804 858	18.91	270 491 446	**-50 345 074**	453 037	15.36	307 414 652	**-46 765 854**
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-580 126	18.80	24 138 496	**-5 118 163**	186 455	18.91	24 156 561	**-4 381 551**	599 559	15.36	24 788 425	**-3 207 943**
15	IONEL S.A.	17 509 402	18.80	94 513 354	**-259 109**	11 356 646	18.91	103 940 882	**-8 298 575**	6 399 403	15.36	107 628 068	**-10 132 268**
16	MAGISTRALA S.A.	-4 311 124	18.80	13 893 759	**-6 923 151**	7 148	18.91	23 046 939	**-4 351 028**	-5 097 105	15.36	23 795 707	**-8 752 126**
17	MEZON S.A.	1 779 842	18.80	87 241 154	**-14 621 495**	7 139 957	18.91	94 292 120	**-10 690 683**	646 254	15.36	93 956 269	**-13 785 429**
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	785 639	18.80	36 842 388	**-6 140 730**	1 481 662	18.91	37 710 090	**-5 649 316**	3 149 515	15.36	39 587 147	**-2 931 071**
19	MOLD-NORD S.A.	1 283 513	18.80	50 379 703	**-8 187 871**	1 172 222	18.91	51 692 660	**-8 602 860**	1 533 605	15.36	53 226 265	**-6 641 949**
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	7 162 978	18.80	218 253 660	**-33 868 710**	31 222 495	18.91	248 885 902	**-15 841 829**	15 607 483	15.36	264 493 385	**-25 018 701**
21	NORD-ZAHĂR S.A.	25 879	18.80	118 625 691	**-22 275 751**	-542 411	18.91	118 078 489	**-22 871 053**	-659 332	15.36	114 306 333	**-18 216 785**
22	PIELART S.A.	10 518 083	18.80	66 877 086	**-2 054 809**	10 855 971	18.91	154 625 495	**-18 383 710**	5 282 029	15.36	159 905 050	**-19 279 387**
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	91 109	18.80	6 199 632	**-1 074 422**	600 489	18.91	6 778 264	**-681 281**	229 080	15.36	6 977 428	**-842 653**
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-22 457 099	18.80	653 241 272	**-145 266 458**	90 697 680	18.91	742 795 454	**-49 764 940**	95 232 564	15.36	779 935 227	**-24 565 487**
25	SUPRATEN S.A.	13 999 526	18.80	139 664 308	**-12 257 364**	13 913 762	18.91	152 375 671	**-14 900 477**	57 337 434	15.36	207 687 005	**25 436 710**
26	TAXI-SERVICE S.A.	-45 656	18.80	95 764 760	**-18 049 431**	13 490 974	18.91	98 928 896	**-5 216 480**	678 185	15.36	102 913 645	**-15 129 351**
27	TOPAZ S.A.	2 116 981	18.80	119 912 133	**-20 426 500**	2 321 635	18.91	122 166 412	**-20 780 034**	3 435 201	15.36	125 513 812	**-15 843 721**
28	TRICON S.A.	1 477 752	18.80	28 958 624	**-3 966 469**	2 934 138	18.91	31 892 762	**-3 096 783**	493 930	15.36	32 386 692	**-4 480 666**
29	TUTUN - CTC S.A.	15 251 394	18.80	367 226 297	**-53 787 150**	14 897 365	18.91	373 186 184	**-55 672 142**	13 309 367	15.36	372 517 837	**-43 909 373**
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	5 442 253	18.80	44 909 943	**-3 000 816**	27 096 137	18.91	72 003 534	**13 480 269**	29 994 305	15.36	99 744 034	**14 673 621**
31	VINIA TRAIAN	3 169 218	18.80	106 383 626	**-16 830 904**	4 199 475	18.91	114 308 991	**-17 416 355**	2 566 494	15.36	116 750 865	**-15 366 439**
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	4 690 820	18.80	44 412 450	**-3 658 721**	-5 856 233	18.91	38 508 058	**-13 138 107**	-5 092 529	15.36	67 427 050	**-15 449 324**
	TOTAL	**116 932 799**	**602**	**4 072 956 435**	**-648 783 011**	**304 509 719**	**605**	**4 647 003 489**	**-574 238 641**	**322 323 848**	**492**	**4 958 785 944**	**-439 345 673**
	MEDIA	**3 654 150**	**19**	**127 279 889**	**-20 274 469**	**9 515 929**	**19**	**145 218 859**	**-17 944 958**	**10 072 620**	**15**	**154 962 061**	**-13 729 552**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 36

Tabelul A36. Analiza factorială a profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	2013/2012					2014/2013					2015/2014				
		Influenţa Pn	Influenţa CCP	Influenţa CP	Abaterea PRN	Suma de control	Influenţa Pn	Influenţa CCP	Influenţa CP	Abaterea PRN	Suma de control	Influenţa Pn	Influenţa CCP	Influenţa CP	Abaterea PRN	Suma de control
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	BEERMASTER S.A.	-17 029	202 155	-1 024 403	-839 277	-839 277	-9 253 901	673 342	-474 370	-9 054 928	-9 054 928	1 326 569	-1 791 161	338 967	-125 625	-125 625
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	-1 007 050	144 989	98 388	-763 673	-763 673	3 979 832	409 201	-528 216	3 860 817	3 860 817	3 634 197	-1 146 521	-1 279 491	1 208 186	1 208 186
3	CARMEZ S.A.	22 211 342	179 997	635 448	23 026 787	23 026 787	0	462 576	298 257	760 833	760 833	-3 248 198	-1 079 618	1 602 332	-2 725 485	-2 725 485
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	9 929 762	192 776	-1 645 563	8 476 975	8 476 975	-8 950 764	701 281	-133 029	-8 382 512	-8 382 512	-4 183 887	-1 778 205	629 143	-5 332 950	-5 332 950
5	CONSTRUCTORUL S.A.	-1 930 903	377 285	450 172	-1 103 445	-1 103 445	-267 137	1 047 629	126 487	906 980	906 980	-17 650	-2 577 805	85 351	-2 510 105	-2 510 105
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	-3 928 277	640 309	1 145 334	-2 142 634	-2 142 634	-5 079 902	1 744 234	1 823 460	-1 512 208	-1 512 208	-191 428	-3 901 977	2 324 201	-1 769 203	-1 769 203
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	910 808	312 721	-424 522	799 007	799 007	3 528 451	938 942	-876 517	3 590 875	3 590 875	-4 922 281	-2 549 666	-124 756	-7 596 703	-7 596 703
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	5 089 643	8 264	-1 253 429	3 844 477	3 844 477	4 789 016	134 749	-1 689 076	3 234 689	3 234 689	1 054 098	-743 822	-2 119 337	-1 809 061	-1 809 061
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	3 069 425	1 820 637	4 678 029	9 568 091	9 568 091	27 004 594	4 833 708	-313 205	31 525 097	31 525 097	-7 392 619	-12 110 662	724 968	-18 778 314	-18 778 314
10	FRANZELUŢA S.A.	9 816 523	1 254 069	-1 767 091	9 303 501	9 303 501	-9 663 403	3 771 060	-13 409	-5 905 753	-5 905 753	867 740	-9 392 411	-261 566	-8 786 238	-8 786 238
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	29 280 522	1 473 559	-2 290 442	28 463 639	28 463 639	12 472 269	4 450 023	-3 306 433	13 615 859	13 615 859	0	-11 878 959	0	-11 878 959	-11 878 959
12	IMPERIAL VIN S.A.	1 430 331	834 709	-995 421	1 269 619	1 269 619	-2 416 956	2 494 021	-541 398	-464 334	-464 334	3 320 244	-6 340 482	-1 296 484	-4 316 722	-4 316 722
13	INCOMLAC S.A.	4 619 438	1 031 370	-5 868 552	-217 744	-217 744	7 914 979	3 492 145	-6 381 028	5 026 096	5 026 096	-11 444 127	-10 237 303	5 934 230	-15 747 200	-15 747 200
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	-14 022 329	162 467	1 252 274	-12 607 588	-12 607 588	1 011 278	357 460	-154 209	1 214 529	1 214 529	-1 692 269	-927 281	225 046	-2 394 504	-2 394 504
15	IONEL S.A.	2 137 686	337 903	-792 958	1 682 631	1 682 631	5 058 674	1 044 134	-1 196 595	4 906 213	4 906 213	7 676 748	-2 888 950	-2 929 094	1 858 704	1 858 704
16	MAGISTRALA S.A.	-1 962 078	110 231	734 018	-1 117 829	-1 117 829	330 621	252 762	-249 950	333 434	333 434	-3 068 858	-689 750	930 952	-2 827 656	-2 827 656
17	MEZON S.A.	-1 255 171	416 260	-246 763	-1 085 674	-1 085 674	1 703 127	1 221 648	-378 958	2 545 817	2 545 817	-1 160 532	-3 133 264	-306 974	-4 600 771	-4 600 771
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	848 192	190 672	-287 507	751 357	751 357	619 883	575 030	-255 938	938 974	938 974	-4 700 074	-1 493 579	745 564	-5 448 088	-5 448 088
19	MOLD-NORD S.A.	-807 794	243 081	-73 038	-637 751	-637 751	553 719	707 110	-150 407	1 110 422	1 110 422	290 071	-1 796 921	-241 300	-1 748 150	-1 748 150
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	-1 239 128	505 591	-903 584	-1 637 121	-1 637 121	0	1 537 260	0	1 537 260	1 537 260	1 722 977	-3 827 464	-21 371 490	-23 475 977	-23 475 977
21	NORD-ZAHĂR S.A.	972 988	680 918	180 892	1 834 798	1 834 798	-830 564	1 946 636	1 226 689	2 342 761	2 342 761	894 800	-4 550 181	1 070 887	-2 584 495	-2 584 495
22	PIELART S.A.	151 517	488 117	-1 382 649	-743 015	-743 015	421 891	1 529 292	-1 346 785	604 398	604 398	1 681 267	-4 133 201	8 657 758	6 205 824	6 205 824
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	-324 462	30 418	-26 605	-320 649	-320 649	-42 516	90 030	-14 286	33 228	33 228	-26 551	-227 609	3 610	-250 551	-250 551
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	-80 351 777	3 737 388	6 058 583	-70 555 806	-70 555 806	-14 103 542	10 236 281	3 092 873	-774 388	-774 388	-3 417 651	-24 738 568	4 263 069	-23 893 151	-23 893 151
25	SUPRATEN S.A.	172 086	562 403	-1 052 972	-318 483	-318 483	2 281 724	1 714 233	-1 149 918	2 846 038	2 846 038	5 198 702	-4 546 075	-2 905 464	-2 252 837	-2 252 837
26	TAXI-SERVICE S.A.	-20 315	22 472	-44 684	-42 527	-42 527	271 154	68 725	-81 782	258 097	258 097	-585 827	-190 882	-17 023 286	-17 799 996	-17 799 996
27	TOPAZ S.A.	-591 866	312 631	-9 294 892	-9 574 127	-9 574 127	263 725	1 723 718	-93 897	1 893 546	1 893 546	988 759	-4 314 406	-382 053	-3 707 700	-3 707 700
28	TRICON S.A.	4 344 945	132 650	-175 816	4 301 779	4 301 779	2 473 502	397 904	-534 744	2 336 662	2 336 662	-2 054 243	-1 119 972	308 639	-2 865 576	-2 865 576
29	TUTUN - CTC S.A.	-33 725 659	1 915 421	2 986 098	-28 824 140	-28 824 140	1 032 513	5 256 648	-454 842	5 834 319	5 834 319	2 964 961	-13 197 936	-1 245 869	-11 478 844	-11 478 844
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	-3 519 475	182 822	-40 749	-3 377 402	-3 377 402	2 189 018	530 563	-510 975	2 208 606	2 208 606	2 067 253	-1 444 517	-1 023 144	-400 408	-400 408
31	VINIA TRAIAN	-494 176	508 819	-584 835	-570 192	-570 192	-339 660	1 518 354	-468 471	710 222	710 222	0	-3 893 641	0	-3 893 641	-3 893 641
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	14 615	174 640	133 531	322 786	322 786	-3 520 466	491 556	1 466 378	-1 562 532	-1 562 532	8 188 634	-869 386	-3 883 840	3 435 407	3 435 407
	TOTAL	**-50 197 666**	**19 187 743**	**-11 823 708**	**-42 833 631**	**-42 833 631**	**23 431 159**	**56 352 256**	**-13 264 297**	**66 519 118**	**66 519 118**	**-6 229 175**	**-143 512 177**	**-28 549 434**	**-178 290 787**	**-178 290 787**
	MEDIA	**-1 568 677**	**599 617**	**-369 491**	**-1 338 551**	**-1 338 551**	**732 224**	**1 761 008**	**-414 509**	**2 078 722**	**2 078 722**	**-194 662**	**-4 484 756**	**-892 170**	**-5 571 587**	**-5 571 587**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 36 (continuare)

Tabelul A36. Analiza factorială a profitului rezidual net (PRN) la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, lei (continuare)

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	2016/2015					2017/2016				
		Influența Pn	Influența CCP	Influența CP	Abaterea PRN	Suma de control	Influența Pn	Influența CCP	Influența CP	Abaterea PRN	Suma de control
1	2	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1	BEERMASTER S.A.	1 551 208	-51 849	48 938	1 548 297	1 548 297	-6 057 284	1 664 134	-3 426 391	-7 819 540	-7 819 540
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	-2 650 419	-41 945	-735 359	-3 427 723	-3 427 723	228 229	1 491 719	-322 715	1 397 232	1 397 232
3	CARMEZ S.A.	10 116 738	-23 072	-32 630 465	-22 536 799	-22 536 799	-715 446	6 870 364	1 085 681	7 240 600	7 240 600
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	4 743 741	-49 762	-275 589	4 418 390	4 418 390	3 935 803	1 657 698	-824 159	4 769 342	4 769 342
5	CONSTRUCTORUL S.A.	-3 730	-76 976	366 577	285 871	285 871	55 023	2 415 396	37 630	2 508 049	2 508 049
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA	14 814 201	-103 673	-487 630	14 222 898	14 222 898	9 023 509	3 437 369	-1 781 998	10 678 880	10 678 880
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	4 748 888	-77 359	-1 119 638	3 551 891	3 551 891	3 501 062	2 706 785	-1 380 850	4 826 997	4 826 997
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	-4 450 740	-34 756	-1 259 752	-5 745 248	-5 745 248	-7 857 077	1 358 155	-6 638	-6 505 560	-6 505 560
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	5 556 934	-359 740	125 024	5 322 218	5 322 218	33 659 036	11 586 314	-3 392 087	41 853 263	41 853 263
10	FRANZELUȚA S.A.	14 351 809	-283 816	-2 958 841	11 109 152	11 109 152	-2 501 700	9 714 984	-1 234 136	5 979 148	5 979 148
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	-6 179 120	-357 018	-8 769 458	-15 305 596	-15 305 596	1 035 371	13 168 244	-2 848 792	11 354 823	11 354 823
12	IMPERIAL VIN S.A.	6 709 660	-198 147	-1 425 037	5 086 476	5 086 476	-14 610 451	6 662 260	164 107	-7 784 084	-7 784 084
13	INCOMLAC S.A.	-30 997 433	-272 957	-4 226 154	-35 496 544	-35 496 544	-351 821	9 602 446	-5 671 404	3 579 221	3 579 221
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	766 581	-26 552	-3 416	736 613	736 613	413 104	857 558	-97 054	1 173 608	1 173 608
15	IONEL S.A.	-6 152 756	-103 965	-1 782 746	-8 039 466	-8 039 466	-4 957 243	3 689 901	-566 352	-1 833 693	-1 833 693
16	MAGISTRALA S.A.	4 318 272	-15 283	-1 730 866	2 572 123	2 572 123	-5 104 253	818 166	-115 011	-4 401 097	-4 401 097
17	MEZON S.A.	5 360 115	-95 965	-1 333 338	3 930 812	3 930 812	-6 493 703	3 347 370	51 587	-3 094 746	-3 094 746
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	696 023	-40 527	-164 082	491 414	491 414	1 667 853	1 338 708	-288 316	2 718 245	2 718 245
19	MOLD-NORD S.A.	-111 291	-55 418	-248 280	-414 989	-414 989	361 383	1 835 089	-235 562	1 960 911	1 960 911
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	24 059 517	-240 079	-5 792 557	18 026 881	18 026 881	-15 615 012	8 835 450	-2 397 309	-9 176 872	-9 176 872
21	NORD-ZAHĂR S.A.	-568 290	-130 488	103 476	-595 302	-595 302	-116 921	4 191 786	579 403	4 654 269	4 654 269
22	PIELART S.A.	337 888	-73 565	-16 593 224	-16 328 901	-16 328 901	-5 573 942	5 489 205	-810 940	-895 677	-895 677
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	509 380	-6 820	-109 419	393 141	393 141	-371 409	240 628	-30 592	-161 372	-161 372
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	113 154 779	-718 565	-16 934 696	95 501 518	95 501 518	4 534 884	26 369 239	-5 704 669	25 199 454	25 199 454
25	SUPRATEN S.A.	-85 764	-153 631	-2 403 719	-2 643 113	-2 643 113	43 423 672	5 409 336	-8 495 821	40 337 187	40 337 187
26	TAXI-SERVICE S.A.	13 536 630	-105 341	-598 338	12 832 951	12 832 951	-12 812 789	3 511 976	-612 057	-9 912 871	-9 912 871
27	TOPAZ S.A.	204 654	-131 903	-426 284	-353 533	-353 533	1 113 566	4 336 908	-514 161	4 936 313	4 936 313
28	TRICON S.A.	1 456 386	-31 854	-554 845	869 686	869 686	-2 440 208	1 132 193	-75 868	-1 383 883	-1 383 883
29	TUTUN - CTC S.A.	-354 029	-403 949	-1 127 015	-1 884 993	-1 884 993	-1 587 998	13 248 110	102 658	11 762 770	11 762 770
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	21 653 884	-49 401	-5 123 398	16 481 085	16 481 085	2 898 168	2 556 125	-4 260 941	1 193 353	1 193 353
31	VINIA TRAIAN	1 030 257	-117 022	-1 498 687	-585 452	-585 452	-1 632 981	4 057 969	-375 072	2 049 916	2 049 916
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	-10 547 053	-48 854	1 116 521	-9 479 386	-9 479 386	763 704	1 367 036	-4 441 957	-2 311 217	-2 311 217
	TOTAL	**187 576 920**	**-4 480 252**	**-108 552 298**	**74 544 370**	**74 544 370**	**17 814 129**	**164 968 624**	**-47 889 785**	**134 892 968**	**134 892 968**
	MEDIA	**5 861 779**	**-140 008**	**-3 392 259**	**2 329 512**	**2 329 512**	**556 692**	**5 155 269**	**-1 496 556**	**4 215 405**	**4 215 405**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 37

Tabelul A37. Prețul mediu ponderat al unei acțiuni la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017, lei

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	ISIN	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	2	4	5	6	7	8	9	10
1	BEERMASTER S.A.	MD14BEMA1004		238.40			58.32	
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	MD14COBU1000					10.00	12.00
3	CARMEZ S.A.	MD14RMEZ1007		9.95	10.03	10.00		
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	MD14CUPC1008	5.00					
5	CONSTRUCTORUL S.A.	MD14CONB1009	7.61					
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	MD14SORO1002						
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	MD14FUDF1006						63.00
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	MD14SLOB1004						
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
10	FRANZELUȚA S.A.	MD14FRAN1004	22.82	25.14	18.17	18.00	18.97	
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	MD14GLAS1004						183.00
12	IMPERIAL VIN S.A.	MD14IMPI1006						
13	INCOMLAC S.A.	MD14COML1008		19.00			20.00	
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	MD14RIFA1001						
15	IONEL S.A.	MD14NELI1003	2.22	4.90	5.04		3.50	
16	MAGISTRALA S.A.	MD14MAGI1005			0.19			
17	MEZON S.A.	MD14MEZO1000						
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	MD14ROTE1003	0.50		0.50			
19	MOLD-NORD S.A.	MD14MDND1008		23.67				
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	MD14MHID1001	0.42	0.15				
21	NORD-ZAHĂR S.A.	MD14ZABR1004	1.08	0.50	0.50		0.30	
22	PIELART S.A.	MD14PIEL1001	26.00		15.00		32.67	
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	MD14SEAU1005						
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	MD14ROZA1009	30.00	28.00			28.00	32.48
25	SUPRATEN S.A.	MD14RATE1009						
26	TAXI-SERVICE S.A.	MD14TAXI1007						
27	TOPAZ S.A.	MD14TOPA1009						
28	TRICON S.A.	MD14TRIC1003						
29	TUTUN - CTC S.A.	MD14TCTC1007	20.00	20.04	20.00			
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	MD14BARD1000		16.00	65.00		300.00	75.00
31	VINIA TRAIAN	MD14VITR1000	88.66	105.00		500.00		
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	MD14VITM1005	29.97	30.00	19.82	11.51		
	TOTAL		**284**	**571**	**204**	**590**	**522**	**415**
	MEDIA		**9**	**18**	**6**	**18**	**16**	**13**

Sursa: conform statisticii tranzacțiilor bursiere la Bursa de valori a Moldovei, site-ul: http://moldse.md/, accesat la 25.08.2018

Anexa 38

Tabelul A38. Analiza comparativă dintre valoarea nominală a acțiunii, activele nete la o acțiune și prețul de piață a acțiunii la BVM la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017, lei

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	ISIN	2012			2013			2014			2015		
			Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni	Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni	Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni	Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni
1	2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	BEERMASTER S.A.	MD14BEMA1004	9	278		9	321	238.40	9	58		9	56	
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	MD14COBU1000	15	192		15	188		15	211		15	257	
3	CARMEZ S.A.	MD14RMEZ1007	10	16		10	15	9.95	10	14	10.03	10	10	10.00
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	MD14CUPC1008	10	25	5.00	10	32		10	33		10	30	
5	CONSTRUCTORUL S.A.	MD14CONB1009	30	112	7.61	30	108		30	107		30	106	
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	MD14SORO1002	10	10		10	9		10	8		10	7	
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	MD14FUDF1006	50	675		50	703		50	766		50	774	
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	MD14SLOB1004	10	3		10	20		19	44		19	68	
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	20	479	50.00	20	441	50.00	20	444	50.00	20	439	50.00
10	FRANZELUȚA S.A.	MD14FRAN1004	20	138	22.82	20	144	25.14	20	137,05	18.17	20	6,89	18.00
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	MD14GLAS1004	484	574		484	602		484	645		484	645	
12	IMPERIAL VIN S.A.	MD14IMPI1006	41	406		41	421		41	429		41	447	
13	INCOMLAC S.A.	MD14COML1008	50	314		50	369	19.00	50	434		50	385	
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	MD14RIFA1001	5	83		5	63		5	66		5	63	
15	IONEL S.A.	MD14NELI1003	2	7	2.22	2	7	4.90	3	8	5.04	4	10	
16	MAGISTRALA S.A.	MD14MAGI1005	5	11		5	9		5	6	0.19	5	5	
17	MEZON S.A.	MD14MEZO1000	10	11		10	11		10	11		10	12	
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	MD14ROTE1003	1	1	0.50	1	1		1	2	0.50	1	1	
19	MOLD-NORD S.A.	MD14MDND1008	20	23		20	24	23.67	20	24		20	25	
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	MD14MHID1001	1	2	0.42	1	2	0.15	1	2		1	4	
21	NORD-ZAHĂR S.A.	MD14ZABR1004	10	19	1.08	10	19	0.50	10	18	0.50	10	17	
22	PIELART S.A.	MD14PIEL1001	40	80	26.00	40	87		40	95	15.00	40	46	
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	MD14SEAU1005	23	55		23	57		23	57		23	57	
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	MD14ROZA1009	10	67	30.00	10	64	28.00	10	62		10	60	
25	SUPRATEN S.A.	MD14RATE1009	14	213		14	226		14	240		14	270	
26	TAXI-SERVICE S.A.	MD14TAXI1007	10	14		10	15		10	17		10	304	
27	TOPAZ S.A.	MD14TOPA1009	24	19		24	36		24	36		24	36	
28	TRICON S.A.	MD14TRIC1003	35	55		35	58		35	65		35	95	
29	TUTUN - CTC S.A.	MD14TCTC1007	20	67	20.00	20	64	20.04	20	64	20.00	20	66	
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	MD14BARD1000	35	229		35	230	16.00	35	252	65.00	35	287	
31	VINIA TRAIAN	MD14VITR1000	50	798	88.66	50	826	105.00	50	851		50	851	500.00
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	MD14VITM1005	11	19	29.97	11	19	30.00	11	13	19.82	11	11	11.51
	TOTAL		**1 085**	**4 998**	**284**	**1 085**	**5 189**	**571**	**1 095**	**5 084**	**204**	**1 096**	**5 445**	**590**
	MEDIA		**34**	**156**	**9**	**34**	**162**	**18**	**34**	**159**	**6**	**34**	**170**	**18**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 38 (continuare)

Tabelul A38. Analiza comparativă dintre valoarea nominală a acțiunii, activele nete la o acțiune și prețul de piață a acțiunii la BVM la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017, lei (continuare)

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	ISIN	2016			2017			Abaterea 2017-2012		
			Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni	Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni	Valoarea nominală a unei acțiuni	Active nete la o acțiune	Prețul de piață al unei acțiuni
1	2	4	17	18	19	20	21	22	23	24	25
1	BEERMASTER S.A.	MD14BEMA1004	9	56	58.32	9	82		0	-195	-180.08
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	MD14COBU1000	15	284	10.00	15	298	12.00	0	106	2.00
3	CARMEZ S.A.	MD14RMEZ1007	10	90		10	86		0	70	0.05
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	MD14CUPC1008	10	31		10	35		0	10	
5	CONSTRUCTORUL S.A.	MD14CONB1009	30	103		30	103		0	-9	
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	MD14SORO1002	10	7		10	8		0	-1	
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	MD14FUDF1006	50	839		50	938	63.00	0	263	
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	MD14SLOB1004	22	82		22	82		12	79	
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	20	438	50.00	20	470	50.00	0	-9	0.00
10	FRANZELUȚA S.A.	MD14FRAN1004	20	146	18.97	20	158		0	20	-3.85
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	MD14GLAS1004	484	737		484	774	183.00	0	200	
12	IMPERIAL VIN S.A.	MD14IMPI1006	41	465		41	463		0	57	
13	INCOMLAC S.A.	MD14COML1008	50	420	20.00	50	643		0	329	1.00
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	MD14RIFA1001	5	63		5	65		0	-18	
15	IONEL S.A.	MD14NELI1003	4	11	3.50	4	11		2	4	1.28
16	MAGISTRALA S.A.	MD14MAGI1005	5	8		5	6		0	-5	
17	MEZON S.A.	MD14MEZO1000	10	13		10	13		0	2	
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	MD14ROTE1003	1	1		1	1		0	0	0.00
19	MOLD-NORD S.A.	MD14MDND1008	20	25		20	26		0	3	0.00
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	MD14MHID1001	1	5		1	5		0	3	-0.27
21	NORD-ZAHĂR S.A.	MD14ZABR1004	10	17	0.30	10	17		0	-3	-0.78
22	PIELART S.A.	MD14PIEL1001	40	107	32.67	40	110		0	30	6.67
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	MD14SEAU1005	23	63		23	64		0	9	
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	MD14ROZA1009	10	68	28.00	10	71	32.48	0	4	2.48
25	SUPRATEN S.A.	MD14RATE1009	14	295		14	402		0	188	
26	TAXI-SERVICE S.A.	MD14TAXI1007	10	314		10	119		0	105	
27	TOPAZ S.A.	MD14TOPA1009	24	37		24	38		0	20	
28	TRICON S.A.	MD14TRIC1003	35	105		35	106		0	51	
29	TUTUN - CTC S.A.	MD14TCTC1007	20	67		20	67		0	-1	
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	MD14BARD1000	35	460	300.00	35	637	75.00	0	408	59.00
31	VINIA TRAIAN	MD14VITR1000	50	915		50	934		0	136	411.34
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	MD14VITM1005	11	10		11	10		0	-10	-18.46
	TOTAL		**1 099**	**6 280**	**522**	**1 099**	**6 842**	**415**	**14**	**1 845**	**280**
	MEDIA		**34**	**196**	**16**	**34**	**214**	**13**	**0**	**58**	**9**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 39

Tabelul A39. Indicatorii pentru efectuarea analizei regresionale la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017, lei

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	ISIN	Numărul valorilor mobiliare emise, un.	2012					2013					2014				
				Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net	Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net	Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net
1	2	4		7	6	7			10					13	12			
1	BEERMASTER S.A.	MD14BEMA1004	839 160						238.40	200 055 744	45 805 606	6 242 789	-1 365 522.16					
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	MD14COBU1000	148 210															
3	CARMEZ S.A.	MD14RMEZ1007	2 160 905						9.95	21 501 005	31 467 765	-4 285 587	-9 512 382.77	10.03	2 160 905	29 497 772	-4 285 587	-8 751 549.68
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	MD14CUPC1008	1 493 033	5.00	7 465 165	37 799 123	-100 272	-6 571 482										
5	CONSTRUCTORUL S.A.	MD14CONB1009	658 501	7.61	5 011 193	73 977 543	2 230 371	-10 434 584										
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	MD14SORO1002	13 133 785															
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	MD14FUDF1006	90 898															
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	MD14SLOB1004	465 938															
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	740 794	50.00	37 039 700	356 987 622	-26 192 270	-87 308 551	50.00	37 039 700	328 823 689	-23 122 845	-77 740 459.74	50.00	740 794	330 892 415	3 881 749	-46 215 362.63
10	FRANZELUȚA S.A.	MD14FRAN1004	1 779 826	22.82	40 615 629	245 895 971	1 230 436	-40 866 954	25.14	44 744 826	256 534 690	11 046 959	-31 563 453.01	18.17	1 779 826	256 623 260	1 383 556	-37 469 205.56
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	MD14GLAS1004	503 196															
12	IMPERIAL VIN S.A.	MD14IMPI1006	403 425															
13	INCOMLAC S.A.	MD14COML1008	477 916						19.00	9 080 404	237 560 900	35 331 439	-4 127 426.49					
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	MD14RIFA1001	384 139															
15	IONEL S.A.	MD14NELI1003	9 645 588	2.22	21 413 205	66 255 553	2 636 294	-8 706 657	4.90	47 263 381	71 029 533	4 773 980	-7 024 025.43	5.04	9 645 588	78 933 069	9 832 654	-2 117 812.65
16	MAGISTRALA S.A.	MD14MAGI1005	4 145 957											0.19	4 145 957	18 845 629	-1 242 266	-4 095 494.23
17	MEZON S.A.	MD14MEZO1000	7 507 452															
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	MD14ROTE1003	27 162 708	0.50	13 581 354	37 386 748	4 017 638	-2 382 973						0.50	27 162 708	40 808 156	5 485 713	-692 641.82
19	MOLD-NORD S.A.	MD14MDND1008	2 033 300						23.67	48 128 211	48 102 748	439 723	-7 550 143.44					
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	MD14MHID1001	51 234 875	0.42	21 518 648	99 135 523	6 679 129	-10 292 873	0.15	7 685 231	104 575 524	5 440 001	-11 929 993.54					
21	NORD-ZAHĂR S.A.	MD14ZABR1004	6 876 141	1.08	7 426 232	133 513 258	-1 011 345	-23 868 815	0.50	3 438 071	132 424 203	-38 357	-22 034 017.12	0.50	6 876 141	124 321 898	-868 921	-19 691 256.36
22	PIELART S.A.	MD14PIEL1001	1 450 295	26.00	37 707 670	95 709 254	8 263 408	-8 122 016						15.00	1 450 295	112 928 992	8 836 816	-8 260 633.39
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	MD14SEAU1005	108 233															
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	MD14ROZA1009	10 916 660	30.00	327 499 800	732 821 172	75 415 871	-50 043 114	28.00	305 666 480	696 345 655	-4 935 906	-120 598 919.30					
25	SUPRATEN S.A.	MD14RATE1009	516 986															
26	TAXI-SERVICE S.A.	MD14TAXI1007	865 560															
27	TOPAZ S.A.	MD14TOPA1009	3 292 657															
28	TRICON S.A.	MD14TRIC1003	304 712															
29	TUTUN - CTC S.A.	MD14TCTC1007	5 591 020	20.00	111 820 400	375 572 803	44 979 579	-19 318 485	20.04	112 044 041	357 595 093	11 253 920	-48 142 624.95	20.00	5 591 020	360 599 333	12 286 433	-42 308 306.02
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	MD14BARD1000	156 699						16.00	2 507 184	36 092 689	1 185 982	-4 809 013.64	65.00	156 699	39 467 689	3 375 000	-2 600 408.11
31	VINIA TRAIAN	MD14VITR1000	124 986	88.66	11 081 259	99 768 381	4 003 054	-13 077 293	105.00	13 123 530	103 289 363	3 508 878	-13 647 485.19					
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	MD14VITM1005	7 026 282	29.97	210 577 672	34 243 102	8 037	-5 854 382	30.00	210 788 460	33 439 180	22 652	-5 531 595.80	19.82	7 026 282	23 753 724	-3 497 814	-7 094 127.81

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 39 (continfuare)

Tabelul A39. Indicatorii pentru efectuarea analizei regresionale la întreprinderile analizate pentru anii 2012-2017, lei

Nr.	Denumirea societății pe acțiuni	ISIN	2015					2016					2017				
			Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net	Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net	Prețul de piață al unei acțiuni	Capitalizarea de piață	Valoarea de bilanț a capitalului propriu	Profit net	Profit rezidual net
1	2	4	16	15				19		18			22				
1	BEERMASTER S.A.	4						58.32	48 939 811	46 877 016	-133 335	-8 997 778.73					
2	CARIERA COBUȘCA S.A.	MD14COBU100						10.00	1 482 100	42 020 240	4 564 573	-3 381 454.38	12.00	1 778 520.00	44 121 252	4 792 802	-1 984 222.66
3	CARMEZ S.A.	MD14RMEZ1007	10.00	21 609 050	20 974 732	-7 533 785	-11 477 034.62										
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	MD14CUPC1008															
5	CONSTRUCTORUL S.A.	MD14CONB100															
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	MD14SORO100															
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREȘTI S.A.	MD14FUDF1006											63.00	5 726 574.00	85 237 387	9 411 940	-3 680 522.64
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	MD14SLOB1004															
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	50.00	37 039 700	327 036 204	-3 510 870	-64 993 676.35	50.00	37 039 700	326 375 052	2 046 064	-59 671 458.33	50.00	37 039 700.00	348 458 954	35 705 100	-17 818 195.33
10	FRANZELUȚA S.A.	MD14FRAN1004	18.00	32 036 868	258 014 571	2 251 296	-46 255 443.35	18.97	33 763 299	273 661 533	16 603 105	-35 146 290.89					
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	MD14GLAS1004											183.00	92 084 868.00	389 483 265	21 742 797	-38 081 832.23
12	IMPERIAL VIN S.A.	MD14IMPI1006															
13	INCOMLAC S.A.	MD14COML100						20.00	9 558 320	270 491 446	804 858	-50 345 074.44					
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ȘTIINȚIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	MD14RIFA1001															
15	IONEL S.A.	MD14NELI1003						3.50	33 759 558	103 940 882	11 356 646	-8 298 574.79					
16	MAGISTRALA S.A.	MD14MAGI1005															
17	MEZON S.A.	MD14MEZO100															
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	MD14ROTE1003															
19	MOLD-NORD S.A.	8															
20	MOLDOVAHIDROMAȘ S.A.	MD14MHID1001															
21	NORD-ZAHĂR S.A.	MD14ZABR1004						0.30	2 062 842	118 078 489	-542 411	-22 871 053.27					
22	PIELART S.A.	MD14PIEL1001						32.67	47 381 138	154 625 495	10 855 971	-18 383 710.10					
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	MD14SEAU1005															
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	MD14ROZA1009						28.00	305 666 480	742 795 454	90 697 680	-49 764 940.35	32.48	354 573 116.80	779 935 227	95 232 564	-24 565 486.82
25	SUPRATEN S.A.	MD14RATE1009															
26	TAXI-SERVICE S.A.	MD14TAXI1007															
27	TOPAZ S.A.	MD14TOPA1009															
28	TRICON S.A.	MD14TRIC1003															
29	TUTUN - CTC S.A.	MD14TCTC1007															
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	MD14BARD1000						300.00	47 009 700	72 003 534	27 096 137	13 480 268.72	75.00	11 752 425.00	99 744 034	29 994 305	14 673 621.38
31	VINIA TRAIAN	MD14VITR1000	500.00	62 493 000	106 383 626	3 169 218	-16 830 903.69										
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	MD14VITM1005	11.51	80 872 506	44 412 450	4 690 820	-3 658 720.60										

Sursa: în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 40

Tabelul A40. Estimarea prețului de piață a întreprinderilor analizate, lei

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	IDNO	ISIN	Abordarea pe bază de cheltuieli (metoda activelor nete)	Abordarea pe bază de venituri (metoda capitalizării profitului)	Abordarea comparativă (metoda pieței de capital)
1	2	3	4	5	6	7
1	BEERMASTER S.A.	1003600121466	MD14BEMA1004	69 184 246.00	-39 723 998.82	48 939 811.20
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	1002601002516	MD14COBU1000	44 121 252.00	32 346 097.44	1 778 520.00
3	CARMEZ S.A.	1003600002136	MD14RMEZ1007	186 463 156.00	13 733 395.21	21 609 050.00
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1003604011987	MD14CUPC1008	52 061 329.00	34 099 521.15	7 465 165.00
5	CONSTRUCTORUL S.A.	1003602001719	MD14CONB1009	67 794 326.00	409 753.81	5 011 192.61
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	1002600002966	MD14SORO1002	108 428 847.00	74 684 894.53	0.00
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	1003607011922	MD14FUDF1006	85 237 387.00	58 752 184.30	5 726 574.00
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	1003603007084	MD14SLOB1004	38 301 110.00	-10 076 274.95	0.00
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	1002602001837	MD14FLAU1001 MD24FLAU1009	348 458 954.00	256 659 003.28	37 039 700.00
10	FRANZELUȚA S.A.	1002600004030	MD14FRAN1004	281 696 273.00	87 395 431.63	33 763 299.22
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	1002600028650	MD14GLAS1004	389 483 265.15	143 104 253.93	92 084 868.00
12	IMPERIAL VIN S.A.	1003603007017	MD14IMPI1006	186 600 903.00	-6 263 015.71	0.00
13	INCOMLAC S.A.	1002602006326	MD14COML1008	307 414 652.00	3 086 397.92	9 558 320.00
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	1002602000519	MD14RIFA1001	24 788 425.00	3 565 568.27	0.00
15	IONEL S.A.	1003600082352	MD14NELI1003	107 628 068.00	38 602 031.60	33 759 558.00
16	MAGISTRALA S.A.	1002602003473	MD14MAGI1005	23 795 707.00	-34 982 295.78	787 731.83
17	MEZON S.A.	1003600088527	MD14MEZO1000	93 956 269.00	3 945 478.24	0.00
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	1003602000516	MD14ROTE1003	39 587 147.00	21 177 904.75	13 581 354.00
19	MOLD-NORD S.A.	1003602007641	MD14MDND1008	53 226 265.00	10 629 477.33	48 128 211.00
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	1002600041077	MD14MHID1001	264 493 385.00	104 440 569.29	7 685 231.25
21	NORD-ZAHĂR S.A.	1003604005353	MD14ZABR1004	114 306 333.00	-3 922 317.43	2 062 842.30
22	PIELART S.A.	1002600027000	MD14PIEL1001	159 905 050.00	35 057 652.61	47 381 137.65
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	1002602005363	MD14SEAU1005	6 977 428.00	1 609 992.91	0.00
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	1002600008706	MD14ROZA1009	779 935 226.70	604 769 004.70	354 573 116.80
25	SUPRATEN S.A.	1003600005791	MD14RATE1009	207 687 005.00	413 391 680.52	0.00
26	TAXI-SERVICE S.A.	1003600038186	MD14TAXI1007	102 913 645.00	4 203 256.92	0.00
27	TOPAZ S.A.	1002600041941	MD14TOPA1009	125 513 812.00	21 206 739.14	0.00
28	TRICON S.A.	1002603000505	MD14TRIC1003	32 386 692.00	3 036 059.03	0.00
29	TUTUN - CTC S.A.	1002600005141	MD14TCTC1007	372 517 837.00	81 987 260.44	111 820 400.00
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	1002601000626	MD14BARD1000	99 744 034.00	213 932 808.19	11 752 425.00
31	VINIA TRAIAN	1003600003708	MD14VITR1000	116 750 865.00	15 782 058.00	62 493 000.00
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	1002600033793	MD14VITM1005	67 427 050.00	-32 037 056.06	80 872 505.82
	TOTAL			**4 958 785 944**	**2 154 603 516**	**1 037 874 014**
	MEDIA			**154 962 061**	**67 331 360**	**47 176 092**

Sursa: conform statisticii tranzacţiilor bursiere la Bursa de valori a Moldovei, site-ul: http://moldse.md/, accesat la 25.08.2018

Anexa 41

Tabelul A41. Analiza structurii capitalului la întreprinderile analizate pentru anii 2012 - 2017, %

Nr.	Denumirea societăţii pe acţiuni	IDNO	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
			Capital propriu	Datorii totale	Capital propriu	Datorii totale	Capital propriu	Datorii totale	Capital propriu	Datorii totale	Capital propriu	Datorii totale	Capital propriu	Datorii totale
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	BEERMASTER S.A.	1003600121466	69.28	30.72	72.03	27.97	82.36	17.64	79.09	20.91	76.81	23.19	85.30	14.70
2	CARIERA COBUŞCA S.A.	1002601002516	53.94	46.06	52.43	47.57	54.92	45.08	59.30	40.70	60.73	39.27	60.73	39.27
3	CARMEZ S.A.	1003600002136	29.57	70.43	27.53	72.47	29.55	70.45	23.51	76.49	75.50	24.50	74.65	25.35
4	CEREALE-CUPCINI S.A.	1003604011987	72.82	27.18	83.83	16.17	74.57	25.43	51.75	48.25	82.14	17.86	96.77	3.23
5	CONSTRUCTORUL S.A.	1003602001719	79.62	20.38	91.61	8.39	92.03	7.97	92.75	7.25	88.86	11.14	86.78	13.22
6	FABRICA DE BRÎNZETURI DIN SOROCA S.A.	1002600002966	68.30	31.70	61.40	38.60	54.84	45.16	52.77	47.23	66.17	33.83	71.69	28.31
7	FABRICA DE UNT DIN FLOREŞTI S.A.	1003607011922	77.99	22.01	78.75	21.25	82.07	17.93	78.92	21.08	80.20	19.80	79.23	20.77
8	Fabrica de vinuri SLOBOZIA MARE S.A.	1003603007084	4.42	95.58	12.56	87.44	24.23	75.77	36.39	63.61	28.82	71.18	29.17	70.83
9	FLOAREA SOARELUI S.A.	1002602001837	35.83	64.17	36.75	63.25	34.64	65.36	27.13	72.87	18.38	81.62	14.25	85.75
10	FRANZELUŢA S.A.	1002600004030	80.30	19.70	70.35	29.65	61.61	38.39	57.93	42.07	69.01	30.99	75.22	24.78
11	GLASS CONTAINER COMPANY S.A.	1002600028650	61.47	38.53	64.45	35.55	66.10	33.90	66.10	33.90	76.45	23.55	76.45	23.55
12	IMPERIAL VIN S.A.	1003603007017	78.40	21.60	77.94	22.06	80.98	19.02	86.62	13.38	84.43	15.57	90.98	9.02
13	INCOMLAC S.A.	1002602006326	51.17	48.83	54.46	45.54	56.18	43.82	44.40	55.60	46.84	53.16	48.07	51.93
14	INSTITUTUL DE CERCETĂRI ŞTIINŢIFICE "RIF-ACVAAPARAT" S.A.	1002602000519	93.90	6.10	81.41	18.59	93.50	6.50	45.09	54.91	82.64	17.36	96.02	3.98
15	IONEL S.A.	1003600082352	89.16	10.84	87.51	12.49	85.59	14.41	91.77	8.23	91.94	8.06	93.01	6.99
16	MAGISTRALA S.A.	1002602003473	49.01	50.99	47.21	52.79	43.61	56.39	34.49	65.51	55.73	44.27	67.53	32.47
17	MEZON S.A.	1003600088527	85.19	14.81	86.40	13.60	91.31	8.69	96.60	3.40	96.85	3.15	96.10	3.90
18	MOLDAGROTEHNICA S.A.	1003602000516	55.03	44.97	59.61	40.39	62.46	37.54	61.14	38.86	62.72	37.28	64.47	35.53
19	MOLD-NORD S.A.	1003602007641	46.16	53.84	34.62	65.38	32.24	67.76	32.39	67.61	35.49	64.51	27.66	72.34
20	MOLDOVAHIDROMAŞ S.A.	1002600041077	56.48	43.52	46.46	53.54	46.46	53.54	71.21	28.79	76.18	23.82	93.48	6.52
21	NORD-ZAHĂR S.A.	1003604005353	93.80	6.20	95.39	4.61	95.38	4.62	95.33	4.67	95.44	4.56	96.15	3.85
22	PIELART S.A.	1002600027000	58.93	41.07	60.92	39.08	66.90	33.10	38.15	61.85	82.56	17.44	74.28	25.72
23	SERVICE AUTO PRIM S.A.	1002602005363	42.17	57.83	37.20	62.80	39.96	60.04	34.37	65.63	30.38	69.62	31.89	68.11
24	SUDZUCKER MOLDOVA S.A.	1002600008706	72.54	27.46	51.93	48.07	44.90	55.10	52.18	47.82	55.34	44.66	55.34	44.66
25	SUPRATEN S.A.	1003600005791	35.00	65.00	27.78	72.22	27.40	72.60	31.28	68.72	29.57	70.43	40.17	59.83
26	TAXI-SERVICE S.A.	1003600038186	80.30	19.70	90.09	9.91	98.63	1.37	97.08	2.92	96.69	3.31	99.94	0.06
27	TOPAZ S.A.	1002600041941	81.57	18.43	88.02	11.98	91.52	8.48	93.64	6.36	91.21	8.79	93.95	6.05
28	TRICON S.A.	1002603000505	82.98	17.02	89.11	10.89	91.83	8.17	88.53	11.47	88.34	11.66	91.46	8.54
29	TUTUN - CTC S.A.	1002600005141	82.27	17.73	86.14	13.86	89.17	10.83	95.76	4.24	92.55	7.45	95.41	4.59
30	VINĂRIA - BARDAR S.A.	1002601000626	38.01	61.99	54.78	45.22	64.90	35.10	49.94	50.06	56.11	43.89	66.80	33.20
31	VINIA TRAIAN	1003600003708	82.84	17.16	78.61	21.39	81.83	18.17	81.83	18.17	82.13	17.87	75.91	24.09
32	VIORICA-COSMETIC S.A.	1002600033793	75.51	24.49	65.73	34.27	40.19	59.81	70.04	29.96	56.46	43.54	75.42	24.58
	TOTAL		**2 064**	**1 136**	**2 053**	**1 147**	**2 082**	**1 118**	**2 017**	**1 183**	**2 213**	**987**	**2 324**	**876**
	MEDIA		**64**	**36**	**64**	**36**	**65**	**35**	**63**	**37**	**69**	**31**	**73**	**27**

Sursa: estimările autorului în baza datelor rapoartelor financiare ale întreprinderii

Anexa 42

Tabelul A42. Modelul estimării structurii optime a capitalului

Date inițiale	Abr.	Mărimea
Rata rentabilității fără risc	R_{fr}	15%
Marja de risc asociată îndatorării	M_r	1.5%
Costul capitalului împrumutat	CCI	16.5%
Mărimea capitalului propriu	CP	199 080
Mărimea capitalului împrumutat	CI	514 872
Total active		713 952
Prima de risc	PR	9.0%
Unlevered beta	B_u	0.61
Rata impozitului pe profit	T	15%
Structura existentă a capitalului	CI/CP	72.115772
Profit până la plata dobânzilor	PPD	162474

Determinarea marjei de risc asociată îndatorării			
Rata de acoperire a dobânzilor (R_{ad})		Ratingul	Marja de risc asociată
>	≤ până la		
-100000	0.19	D	20.00%
0.2	0.64	C	12.00%
0.65	0.79	CC	10.00%
0.8	1.24	CCC	8.00%
1.25	1.49	B-	6.00%
1.5	1.74	B	4.00%
1.75	1.99	B+	3.25%
2	2.24	BB	2.50%
2.25	2.49	BB+	2.00%
2.5	2.99	BBB	1.50%
3	4.24	BBB	1.50%
4.25	5.49	BBB	1.50%
5.5	6.49	BBB	1.50%
6.5	8.49	BBB	1.50%
8.50	100000	BBB	1.50%

Estimarea structurii optime a capitalului

CI / CP	R_{ad} 1	Marja 1	R_{ad} 2	Marja 2	R_{ad} 3	Marja 3	CCI	CI / CP	Beta Levered	CCP	CMPC
5%	27.6	1.50%	27.6	1.50%	27.6	1.50%	16.50%	0.05	0.64	20.74%	20.40%
10%	13.8	1.50%	13.8	1.50%	13.8	1.50%	16.50%	0.11	0.67	21.01%	20.31%
15%	9.2	1.50%	9.2	1.50%	9.2	1.50%	16.50%	0.18	0.70	21.31%	20.22%
20%	6.9	1.50%	6.9	1.50%	6.9	1.50%	16.50%	0.25	0.74	21.66%	20.13%
25%	5.5	1.50%	5.5	1.50%	5.5	1.50%	16.50%	0.33	0.78	22.05%	20.04%
30%	4.6	1.50%	4.6	1.50%	4.6	1.50%	16.50%	0.43	0.83	22.49%	19.95%
35%	3.9	1.50%	3.9	1.50%	3.9	1.50%	16.50%	0.54	0.89	23.00%	19.86%
40%	3.4	1.50%	3.4	1.50%	3.4	1.50%	16.50%	0.67	0.96	23.60%	19.77%
45%	3.1	1.50%	3.1	1.50%	3.1	1.50%	16.50%	0.82	1.03	24.31%	19.68%
50%	2.8	1.50%	2.8	1.50%	2.8	1.50%	16.50%	1.00	1.13	25.16%	19.59%
55%	2.5	1.50%	2.5	1.50%	2.5	1.50%	16.50%	1.22	1.24	26.19%	19.50%
60%	2.3	2.00%	2.2	2.50%	2.2	2.50%	17.00%	1.50	1.39	27.49%	19.67%
65%	2.1	2.50%	2.0	2.50%	2.0	2.50%	17.50%	1.86	1.57	29.16%	19.87%
70%	2.0	3.25%	1.8	3.25%	1.8	3.25%	18.25%	2.33	1.82	31.38%	20.27%
75%	1.8	3.25%	1.7	4.00%	1.6	4.00%	18.25%	3.00	2.17	34.49%	20.26%
80%	1.7	4.00%	1.5	6.00%	1.4	6.00%	19.00%	4.00	2.68	39.16%	20.75%
85%	1.6	4.00%	1.4	6.00%	1.3	6.00%	19.00%	5.67	3.55	46.93%	20.77%
90%	1.5	4.00%	1.3	6.00%	1.2	8.00%	19.00%	9.00	5.28	62.49%	20.78%
95%	1.5	6.00%	1.1	8.00%	1.0	8.00%	21.00%	19.00	10.46	109.15%	22.42%

Anexa 43

Certificat de implementare „Incomlac” SA.

Societatea pe acțiuni " INCOMLAC " S.A.

Акционерное общество А.О. "ИНКОМЛАК "

3114, R.Moldova, mun.Bălți,
str.Calea Ieşilor, 180
tel. (231) 3-23-76 fax. 3-25-49
IDNO 1002602006326
Capitalul social 32 202 250 lei
Administrator V.Jardan

3114, Р.Молдова, мун.Бэлць,
ул.Каля Ешилор, 180
тел. (231) 3-23-76 факс. 3-25-49
IDNO 1002602006326
Уставный капитал 32 202 250 лей
Администратор В.Жардан

E-mail:incomlac@mail.ru

05.09.2019 nr. 0106/151

La nr._____din_____

CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE

Prin prezentul atestăm că teza de doctor cu tema „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză” elaborată de Beșliu Iurie, este o lucrare științifică cu o semnificație practică evidentă și actuală.

SA ”Incomlac” a analizat recomandările făcute în cadrul tezei și menționează următoarele rezultate relevante pentru activitatea întreprinderii:

- utilizarea mecanismului stabilizării financiare a întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viață în baza a trei dimensiuni financiare: lichiditatea, riscul și valoarea.
- utilizarea modelului creșterii sustenabile, în cadrul căruia este integrat modelul Du Pont, și matricei de poziționare financiară a întreprinderii. Acest model permite managerilor întreprinderii urmărirea întregii activități a întreprinderii și pliază sistemul decizional al întreprinderii pe două dimensiuni principale: politica operațională și politica de finanțare.
- utilizarea modelului de gestiune strategică a valorii, care este bazat pe modelul financiar de analiză a activității întreprinderii, va permite consiliului de administrație și directorului general al întreprinderii de a lua decizii strategice privind maximizarea valorii întreprinderii.

În opinia noastră, teza de doctor reflectă într-un mod exhaustiv principalele direcții practice de gestiune a valorii întreprinderii în redresarea situației de criză și permite înțelegerea și aplicarea în practica corporativă a Republicii Moldova a modelelor elaborate.

Director executiv S.A. ”Incomlac” Tatiana Ignatova

Anexa 44

Certificat de implementare „Moldagrotehnica” SA.

MOLDAGROTEHNICA SA
fondată în 1944
Cod IDNO 1003602000516

3100, Republica Moldova, or. Bălți, str. Industrială 4,
tel: 373-231 88700, fax: 373-231 88705
E-mail: agroteh@moldagrotehnica.md, www.moldagrotehnica.md

04.08.2019 01/103

Certificat
de implementare a rezultatelor cercetării științifice

Compania „MOLDAGROTEHNICA” S.A. a analizat propunerile și recomandările înaintate de către Domnul Beșliu Iurie în teza de doctor în științe economice cu tema „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză” și considerăm că ele au o importanță aplicativă majoră pentru compania noastră de producere în vederea gestiunii eficiente a valorii întreprinderii și creării beneficiilor de lungă durată pentru angajați, acționari, furnizorii de capital și societate în ansamblu.

Dorim să specificăm că ideile abordate în teză sunt interesante din punct de vedere a gestionării întreprinderii în situațiile de criză, cauzate atât de mediul extern, cât și de cel intern.

În cadrul cercetărilor efectuate de către Domnul Iurie Beșliu, considerăm relevant modelul de optimizare a structurii capitalului, pe care l-am aplicat cu succes în cadrul companiei noastre. Procesul de optimizare a structurii capitalului ne-a permis realizarea unei politici de finanțare echilibrate, care a avut drept impact majorarea profitului întreprinderii, respectiv creșterea bunăstării acționarilor și contribuțiilor la bugetul de stat prin majorarea sumei impozitelor achitate.

Sugestiile și recomandările elaborate în teză vor fi luate în considerare și în continuare la dezvoltarea strategiilor de maximizare a valorii întreprinderii și monitorizare a indicatorilor valorii întreprinderii.

Director General
S.A. „MOLDAGROTEHNICA” Vasile PODUREAC

Anexa 45

Certificat de implementare „Floarea Soarelui” SA.

FLOAREA SOARELUI SA
BĂLȚI 1922
str. 31 August, 6, MD3100, mun. Bălți, R. Moldova
tel.: +373 231 80280, fax: +373 231 80322
www.fsoil.info, www.floris.md

SOCIETATEA PE ACȚIUNI
«FLOAREA SOARELUI»
MD-3100, mun. Bălți, str. 31 August, 6
Ieșire nr. 489 din 01.10.19

CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE
a rezultatelor cercetării științifice realizate de către
Dl Beșliu Iurie în teza de doctor în științe economice cu tema:
„Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză”, specialitatea 521.03 - Economie și management

Prin prezentul confirmăm aplicarea următoarelor propuneri și recomandări din teza de doctor cu tema „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză” elaborată de către Dl Beșliu Iurie în vederea implementării și perfecționării gestiunii valorii întreprinderilor industriale autohtone și redresării situației financiare în situație de criză:

- aprecierea și implementarea sistemului de gestiune a valorii întreprinderii în situație de criză format din 3 nivele de bază: sistemul de monitorizare a valorii, sistemul de pilotaj al valorii și sistemul de control al valorii;

- implementarea mecanismului de stabilire a punctul critic de apariție a crizelor în cadrul întreprinderii și aplicarea metodologiei de diagnosticare a situației de criză în baza criteriilor propuse de autor;

- utilizarea modelului de gestiune operativă și modelului de gestiune strategică a valorii întreprinderii, care vor asigura un management sănătos întreprinderilor industriale autohtone;

- integrarea proceselor de gestiune a valorii în sistemul decizional al întreprinderii S.A. „Floarea-Soarelui” la toate nivelele structurii corporative.

Prin urmare, considerăm că concepția gestiunii valorii întreprinderii, ca o inovare în metodele de gestiune, va permite de crea modele și algoritmi de argumentare a deciziilor strategice, iar implementarea recomandărilor din cercetarea științifică vor contribui la perfecționarea mecanismului financiar de gestiune a întreprinderii S.A. „Floarea-Soarelui” și la redresarea acesteia în situații de criză.

Director General
S.A. „Floarea-Soarelui” **Stela OSTROVEȚCHI**

SOCIETATEA PE ACȚIUNI FLOAREA SOARELUI 1922 1002602001537 REPUBLICA MOLDOVA, MUN. BĂLȚI

Anexa 46

Certificat de implementare „Magistrala” SA.

Republica Moldova
SOCIETATEA PE ACȚIUNI
«MAGISTRALA» S.A.
3121, Moldova,m. Bălți str.31.August 20-b
Tel: (373-31) 2-43-92,Fax: (373-31) 2-93-57
Email: magistrala20@rambler.ru

Республика Молдова
АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
3121, Молдова, г.Бэлць, ул.31 Августа 20-в
Тел: (373-31) 2-43-92, Факс: (373-31) 2-93-57

"_01__" _____10_____ 2019 № _01-50_

CERTIFICAT DE IMPLEMENTARE
a rezultatelor cercetării științifice expuse în teza de doctor în științe economice cu tema: „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză”, autor Beșliu Iurie

Prin prezentul confirmăm faptul examinării rezultatelor cercetării științifice realizate în cadrul tezei de doctor cu tema „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situație de criză” autor Beșliu Iurie și implementării practice a recomandărilor formulate în cadrul S.A. „MAGISTRALA”.
În acest context apreciem înalt valoarea practică a rezultatelor cercetării științifice, și anume abordarea integrată a proceselor generatoare de valoare cu etapele procesului de criză și ciclurile de viață ale întreprinderii, care va permite depistarea prematură a situațiilor de criză în baza indicatorilor valorii.

Cele mai relevante rezultate pentru S.A. „MAGISTRALA” sunt următoarele:

a) mecanismul de identificare a etapei crizei organizaționale în funcție de evoluția indicatorilor valorii, și anume delimitarea a patru etape ale crizei prin prisma valorii: criza strategiei, criza rezultatelor, criza lichidității și criza falimentului;

b) mecanismul depășirii situațiilor de criză prin prisma valorii întreprinderii, care conține trei vectori de acțiune:

- controlul evoluției valorii întreprinderii prin crearea modelului de gestiune strategică a valorii;
- crearea sistemului de diagnosticare a distrugerii de valoare;
- intervenția imediată în gestiunea crizei prin crearea modelului de gestiune operativă a valorii întreprinderii.

c) Stabilirea unei serii de indicatori care trebuie monitorizați în dependență de etapa ciclului de viață a întreprinderii.

Soluțiile oferite de autor în modele elaborate, oferă posibilități practice de a redresa situația financiară a întreprinderii în situație de criză, modelarea structurii capitalului întreprinderii în vederea maximizării valorii întreprinderii.

Preluarea recomandărilor aferente cercetării științifice, considerăm că va avea efect benefic asupra gestiunii întreprinderilor autohtone și vor contribui la asigurarea unei activități sustenabile în viitor.

Director General al
Societății pe Acțiuni „MAGISTRALA”
Gorina SÎRBU

Anexa 47

Certificat de implementare „Electromontaj-Nord” SA.

Societate pe acţiuni
«ELECTROMONTAJ-NORD»

Акционерное общество
«ЭЛЕКТРОМОНТАЖ-НОРД»

MD 3121 Republica Moldova
mun. Bălţi, str. Ştefan cel Mare 191A
c/f: 1003602007238; TVA: 1200669
c/d: 222462100119 «Moldindconbanc» S.A.
filiala din or. Bălţi IVR MOLDMD2X321
IBAN MD96ML000000222462100119
tel.: (231) 2-60-71; fax: (231) 2-24-63
E-mail: electromontaj-nord@rambler.ru

МД-3121 Республика Молдова
мун. Бэлць, ул. Штефан чел Маре 191А
ф/к: 1003602007238; код НДС: 1200669
р/с: 222462100119 «Молдиндконбанк»
филиал в г. Бэлць МФО MOLDMD2X321
IBAN MD96ML000000222462100119
тел.: (231) 2-60-71; факс: (231) 2-24-63
E-mail: electromontaj-nord@rambler.ru

Din 01.10.2019 № 37/01
La № _____ din _____

Certificat de implementare
a rezultatelor cercetării ştiinţifice

Prin prezentul confirmăm că rezultatele ştiinţifice cu privire la problematica elaborării mecanismului gestiunii valorii în redresarea întreprinderii în situaţie de criză obţinute de către Iurie Beşliu în urma elaborării tezei de doctor în ştiinţe economice cu tema „Gestiunea valorii – instrument de redresare a întreprinderii în situaţie de criză”, elaborată de Dn Iurie Beşliu, au fost aplicate cu succes în activitatea S. A. ”Electromontaj-Nord”.

Cercetarea realizată pe de o parte pune în evidenţă elaborarea modelelor de gestiune a valorii întreprinderii, iar pe de altă parte constituie în opinia noastră un demers managerial privind perfecţionarea gestionării întreprinderii în situaţie de criză.

Dorim să menţionăm, că aplicarea modelelor de gestiunea operativă şi strategică a valorii întreprinderii propuse de autor, au avut un impact benefic asupra stabilizării situaţiei financiare a întreprinderii şi creşterea profitului. Prin prisma modelelor propuse, am realizat remodelarea procesului decizional în cadrul întreprinderii prin prisma maximizării valorii întreprinderii.

Lucrarea furnizează un material important referitor la principalii vectori decizionali aferenţi gestiunii valorii întreprinderii în situaţie de criză.

Rezultatele obţinute şi recomandările autorului au fost utilizate în elaborarea noii arhitecturi financiare a întreprinderii prin plasarea accentelor pe centrele de valoare şi aplicarea inovărilor manageriale privind principiile şi metodele măsurării rezultatelor financiare ale întreprinderii.

DIRECTOR
S. A. ”ELECTROMONTAJ-NORD” **Galina CIOBANU**

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.

Beșliu Iurie

Data **19 noiembrie 2019**

CURRICULUM VITAE

INFORMAŢII PERSONALE

Beşliu Iurie

str. Mihai Sadoveanu, nr. 2, ap. 79, mun. Bălți, MD-3121, Republica Moldova

+373 231 6 34 64 +373 69 37 07 07

ibesliu@mail.ru

Skype: Iurie Besliu

Sexul Masculin | Data naşterii 27/10/1979 | Naţionalitatea Moldovean

GRADUL ȘTIINȚIFIC PENTRU CARE SE CANDIDEAZĂ

Doctor în științe economice

EXPERIENŢA PROFESIONALĂ

Februarie 2013 - prezent

Director al sucursalei

Moldindconbank, www.micb.md

Str. 31 August, 20A, MD-3121, mun. Bălţi, Republica Moldova

Responsabilități cheie:

- managementul sucursalei și agențiilor sale;
- organizarea și asigurarea îndeplinirii business-planului;
- extinderea bazei de clienți a băncii;
- luarea deciziilor privind acordarea creditelor;
- monitorizarea portofoliului de credite și calității acestuia;
- organizarea controlului intern și sistemului de management al riscului.

Realizări majore:

- restructurarea activității sucursalei, optimizarea business-proceselor;
- extinderea rețelei sucursalei în mun. Bălți de la 4 până la 12 agenții;
- reorganizarea și consolidarea echipei sucursalei, extinderea echipei de la 30 până la 70 angajați;
- fortificarea poziției sucursalei pe piața bancară.

Sectorul de activitate Bancar

Septembrie 2001 - prezent

Lector universitar

Universitatea de Stat ”Alecu Russo” din mun. Bălți, www.usarb.md

Str. Pușkin, nr. 38, mun. Bălți, MD-3121, Republica Moldova

Responsabilități cheie:

- predarea cursurilor: Strategii financiare corporative, Politici și strategii investiționale;
- membru al Comisiei de susținere a tezelor de master (2014-2019);
- membru al Comisiei de susținere a tezelor de licență (2010-2012);
- membru al Comitetului organizatoric a Conferinței științifice intrnaționale ”Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile integrării în UE” (2017-2018).

Sectorul de activitate Învățământ superior

Ianuarie 2006 - Februarie 2013

Director al sucursalei

Eximbank - Gruppo Veneto Banca, www.eximbank.com

Str. Ştefan cel Mare, nr. 48, mun. Bălți, MD-3121, Republica Moldova

Responsabilități cheie:

- managementul sucursalei și agențiilor sale;
- organizarea și asigurarea îndeplinirii business-planului;
- vânzarea produselor și serviciilor bancare, extinderea bazei de clienți ai băncii;
- monitorizarea portofoliului de credite și calității acestuia.

Realizări majore:

- deschiderea și dezvoltarea sucursalei băncii în mun. Bălți;
- formarea unei echipe profesioniste;
- asigurarea profitabilității sucursalei într-o perioadă scurtă de timp;
- fortificarea poziției băncii pe piața locală.

Sectorul de activitate Bancar

Decembrie 2001 – Ianuarie 2006

Specialist în creditare

FinComBank, www.fincombank.com

Str. Ştefan cel Mare, nr. 73, mun. Bălți, MD-3121, Republica Moldova

Responsabilități cheie:

- promovarea produselor și serviciilor bancare;
- gestionarea dosarelor de credit ale clienților corporativi (analiza rapoartelor financiare, surselor de rambursare, garanțiilor, evaluarea profilului de risc al clientului);
- monitorizarea portofoliului de credite.

Sectorul de activitate Bancar

EDUCAŢIE ŞI FORMARE

Octombrie 2016 – octombrie 2019

Doctorat, specializarea 521.03: Economie și management

Universitatea Academiei de Științe a Moldovei, Școala doctorală de Științe economice și demografice, www.unasm.md

Septembrie 2011 – Iulie 2013

Master în științe economice, Management Financiar

Universitatea de Stat "Alecu Russo" din Bălți, Republica Moldova, www.usarb.md

Octombrie 2000 – Iulie 2001

Master în științe economice, Managementul Investițiilor

Academia de Studii Economice din București, Romania, www.ase.ro

Septembrie 1996 – Iulie 2000

Licențiat în științe economice, Management

Universitatea de Stat "Alecu Russo" din Bălți, Republica Moldova, www.usarb.md

CURSURI DE SPECIALIZARE

Octombrie 2014 — Internal control in the banking sector — Romanian Banking Institute

Octombrie 2013 — Management of the banking unit — Romanian Banking Institute

Noiembrie 2011 — Internal Audit and Control — Financial Technology Transfer Agency, Luxembourg

May 2010 — Branches Network Management — Financial Technology Transfer Agency, Luxembourg

COMPETENTE PERSONALE

Limba maternă: Română

Alte limbi străine cunoscute

Rusa	Fluent
Italiana	Fluent
Engleza	Utilizator experimentat

Competenţe de comunicare

- bune abilități de comunicare dobândite prin experiența mea de director de sucursală;
- spirit de echipă: am experiență de a lucra intr-o echipa pe care am practicat-o la locul de munca;
- auto-control, responsabilitate, inițiativă, autoorganizare.

Competenţe organizaţionale/manageriale

- competențe de leadership, abilități de analiză și sinteză, capacități decizionale, spirit organizațional, abilități de coordonare (în prezent responsabil pentru o echipă de 70 de persoane);
- punctualitate, abilitatea de a lua decizii în condiții de stres și de a respecta termenele limită;
- capacitatea de a evalua abilitățile profesionale ale angajaților.

Competenţe digitale
- Utilizator experimentat al programelor Microsoft Office;
- Experienţă cu HTML.

Alte competenţe

INFORMATII SUPLIMENTARE

Publicaţii

1. Beşliu Iu. Probleme şi restricţii în evaluarea şi gestiunea valorii întreprinderilor: aspecte teoretice şi practica Republicii Moldova. În: Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile integrării în UE: Materialele conferinţei ştiinţifice internaţionale, Bălţi, 16-17 septembrie 2016. – Iași: PIM, 2017. 338 p., p. 321-328. ISBN 978-606-13-3642-5.
2. Beşliu Iu. Particularităţile gestiunii financiare a valorii întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viaţă. În: Ştiinţă, educaţie, cultură : Conferinţa ştiinţifico-practică internaţională = Наука, образование, культура: Международная научно-практическая конференция, посвященная 26-ой годовщине Комратского государственного университета, 10 февраля 2017 года: сборник тезисов: [în 2 vol.] / науч. ком.: Захария С. К., Раковчена Т. И. – Комрат: Комратский государственный университет, 2017, pag. 17-19. ISBN 978-9975-83-028-7, ISBN 978-9975-83-040-9.
3. Beşliu Iu. Financial Strategies of Enterprise Value Management. În: The Journal Contemporary Economy, România, Volume 2, Issue 4/2017, p. 131-140. ISSN 2537 – 4222.
4. Beşliu Iu. The value management of the enterprise – delimitation between financial and accounting paradigm. În: Simpozionul ştiinţific al tinerilor cercetători, Ed. a 15-a, 28-29 aprilie 2017: [în vol.]: Collection of articles / col. red.: Vadim Cojocaru [et al.]. – Chişinău : ASEM, 2017, pag. 131-135. ISBN 978-9975-75-876-5.
5. Beşliu Iu. Value management – an efficient instrument for enterprise financial recovery. În: Розвиток прикордонних регіонів в системі транскордонного співробітництва: материали Міжнародної науково-практичної коференції, м. Чернівці, 27-28 квітня 2017 р. / за ред. Кифяка В.Ф. – Чернівці: Містоб 2017. – 336 с, стр. 244-246. ISBN 978-617-652-180-8.
6. Beşliu Iu. Evoluţia instrumentelor financiare de gestiune a valorii întreprinderii. În: Conferinţa ştiinţifică internaţională "Perspectivele şi Problemele Integrării în Spaţiul European al Cercetării şi Educaţiei", 7 iunie 2017: [în vol.] / com. şt.: Bostan Ion [et al.] ; com. org.: Cornea Sergiu (preşedinte) [et al.]. – Cahul : Universitatea de Stat "Bogdan Petriceicu Hasdeu" din Cahul, Tipogr. "Centrografic", 2017, pag. 139-142. ISBN 978-9975-88-019-0. Vol. 1. – ISBN 978-9975-88-020-6.
7. Beşliu Iu. Rolul managementului valorii întreprinderii în depăşirea situaţiilor de criză. // Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători” ediția a VI-a, Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei (UnAŞM), 15 iunie 2017, Chișinău.
8. Beşliu Iu. Modelul gestiunii operative a valorii întreprinderii. În: Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile integrării în UE: Materialele conferinţei ştiinţifice internaţionale, Bălţi, 15-16 septembrie 2017 / red. resp.: Tcaci Carolina; col. red.: Babii Leonid [et al.]. – Bălţi: US „Alecu Russo, 2018, pag. 11-16. ISBN 978-9975-50-215-3.
9. Beşliu Iu. Dimensiuni financiare ale valorii întreprinderii: evoluție, actualitate și practica Republicii Moldova. În: Conferința Ştiinţifică Internaţională "Competitivitatea şi inovarea în economia cunoaşterii", 22-23 septembrie 2017: Culegere de articole : [în vol.] / com. şt.: Grigore Belostecinic (preşedinte) [et al.]. –Chişinău : ASEM, 2018 – pag. 156-163. ISBN 978-9975-75-892-5.
10. Beşliu Iu. Probleme şi restricţii în evaluarea şi gestiunea valorii întreprinderilor: aspecte teoretice şi practica Republicii Moldova. În: Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condiţiile integrării în UE: Materialele conferinţei ştiinţifice internaţionale, Bălţi, 16-17 septembrie 2016. – Iași: PIM, 2017. 338 p., p. 321-328. ISBN 978-606-13-3642-5.
11. Beşliu Iu. Particularităţile gestiunii financiare a valorii întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viaţă. În: Ştiinţă, educaţie, cultură : Conferinţa ştiinţifico-practică internaţională = Наука, образование, культура: Международная научно-практическая конференция, посвященная 26-ой годовщине Комратского государственного университета, 10 февраля 2017 года: сборник тезисов: [în 2 vol.] / науч. ком.: Захария С. К., Раковчена Т. И. – Комрат: Комратский государственный университет, 2017, pag. 17-19. ISBN 978-9975-83-028-7, ISBN 978-9975-83-040-9.
12. Beşliu Iu. Financial Strategies of Enterprise Value Management. În: The Journal Contemporary Economy, România, Volume 2, Issue 4/2017, p. 131-140. ISSN 2537 – 4222.
13. Beşliu Iu. The value management of the enterprise – delimitation between financial and accounting paradigm. În: Simpozionul ştiinţific al tinerilor cercetători, Ed. a 15-a, 28-29 aprilie 2017: [în vol.]: Collection of articles / col. red.: Vadim Cojocaru [et al.]. – Chişinău : ASEM, 2017, pag. 131-135. ISBN 978-9975-75-876-5.
14. Beşliu Iu. Value management – an efficient instrument for enterprise financial recovery. În: Розвиток прикордонних регіонів в системі транскордонного співробітництва: материали Міжнародної науково-практичної коференції, м. Чернівці, 27-28 квітня 2017 р. / за ред. Кифяка В.Ф. – Чернівці: Містоб 2017. – 336 с, стр. 244-246. ISBN 978-617-652-180-8.
15. Beşliu Iu. Evoluţia instrumentelor financiare de gestiune a valorii întreprinderii. În: Conferinţa ştiinţifică internaţională "Perspectivele şi Problemele Integrării în Spaţiul European al Cercetării şi Educaţiei", 7 iunie 2017: [în vol.] / com. şt.: Bostan Ion [et al.] ; com. org.: Cornea Sergiu (preşedinte) [et al.]. – Cahul : Universitatea de Stat "Bogdan Petriceicu Hasdeu" din Cahul, Tipogr. "Centrografic", 2017, pag. 139-142. ISBN 978-9975-88-019-0. Vol. 1. – ISBN 978-9975-88-020-6.
16. Beşliu Iu. Rolul managementului valorii întreprinderii în depăşirea situaţiilor de criză. // Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători” ediția a VI-a, Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei (UnAŞM), 15 iunie 2017, Chișinău.
17. Beşliu Iu. Dimensiuni financiare ale valorii întreprinderii: evoluție, actualitate și practica Republicii Moldova. În: Conferința Ştiinţifică Internaţională "Competitivitatea şi inovarea în economia cunoaşterii", 22-23 septembrie 2017: Culegere de articole : [în vol.] / com. şt.: Grigore Belostecinic (preşedinte) [et al.]. –Chişinău : ASEM, 2018 – pag. 156-163. ISBN 978-9975-75-892-5.
18. Tcaci C., **Beşliu Iu**. Cercetarea dependenței între indicatorii fundamentali ai valorii și capitalizarea de piață a întreprinderilor din Republica Moldova. În: Conferinţă Internaţională Ştiinţifico-Practică "Creşterea economic în condiţiile globalizării: modele de dezvoltare durabilă", ed. a 12-a, 12-13 octombrie 2017 : [în vol.] / com. şt.: Stratan Alexandru (preşedinte) [et al.]. – Chişinău : INCE, 2017, pag. 93-97.ISBN 978-9975-3171-0-8.
19. Beşliu Iu. Enterprise Value Management in Crisis Situation: Accounting and Financial Approaches. În: Journal of Financial and Monetary Economics, România, no. 4/2017, p. 249-257. ISSN 2392 – 9685.
20. Beşliu Iu. Perfecţionarea mecanismului financiar-decizional de gestiune a valorii în întreprinderile din Republica Moldova. În: Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor şi a zonelor transfrontaliere, Volumul XXX, Ed. Performantica, Iași, 2017, pag. 40-52. ISBN 978-606-685-554-9.
21. Tcaci C., Beşliu Iu. Value Estimation Model of Enterprises in the Republic of Moldova. În: Revista științifico-practică ”Economie și sociologie”, Nr. 4 / 2017, pag. 44-52. ISSN 1857-4130.
22. Beşliu Iu. Gestiunea în baza valorii: provocări pentru managementul întreprinderilor din Republicii Moldova // Colocviul Ştiinţific Orientări actuale în cercetarea doctorală, Ediţia a VII-a, 07 decembrie 2017, Bălți.

Publicaţii (continuare)

23. Beşliu Iu. The diagnosis of the crisis situation of the enterprise value and the particularities of its management. În: The Journal Contemporary Economy, România, Volume 3, Issue 4/2018, p. 148-157. ISSN 2537 – 4222
24. Beşliu Iu. Abordarea situațiilor de criză prin optica valorii întreprinderii. // Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători" ediția a VII-a, Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei (UnAŞM), 15 iunie 2018, Chișinău, Republica Moldova, pag. 241-246. ISBN 978-9975-108-46-1.
25. Beşliu Iu. Examinarea crizelor ciclurilor de viață în contextul gestiunii valorii întreprinderii. // Aspecte ale dezvoltării potențialului economico-managerial în contextul asigurării securităţii naţionale: materialele conferinței științifice internaționale: Bălţi, 30 noiembrie-01 decembrie 2018. - Iaşi: PIM, 2019, pag. 27-35, ISBN 978-606-13-4996-8.

Conferinţe

1. Beşliu Iu. Probleme şi restricţii în evaluarea şi gestiunea valorii întreprinderilor: aspecte teoretice şi practica Republicii Moldova. // Conferinţa ştiinţifică internaţională "Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE, Universitatea de Stat "Alecu Russo", Bălţi, Republica Moldova, 16-17 septembrie 2016.
2. Beşliu Iu. Particularităţile gestiunii financiare a valorii întreprinderii la diferite etape ale ciclului de viaţă. // Conferinţa ştiinţifico-practică internaţională, dedicată aniversării de 26 ani de la fondarea Universităţii de Stat din Comrat, 10 februarie 2017.
3. Beşliu Iu. Strategii financiare de gestiune a valorii întreprinderii. // Conferinţa ştiinţifică internaţională "Contabilitatea şi finanţele – limbaje universale ale afacerilor", Ediţia a II-a, 17 martie 2017, Universitatea "Constantin Brâncoveanu" din Piteşti, Centrul de cercetări financiar-contabile Piteşti.
4. Beşliu Iu. The value management of the enterprise – delimitation between financial and accounting paradigm. // Simpozionului Ştiinţific al Tinerilor Cercetători, ASEM - 2017 (Ediţia a XV-a), 28-29 aprilie 2017.
5. Beşliu Iu. Value management – an efficient instrument for enterprise financial recovery. // International scientific and practical conference «Cross-border regional development in the system of cross-border cooperation», April 27-28, 2017, Chernivtsi (Ukraine).
6. Beşliu Iu. The impact of capital structure on enterprise value. // 2017 International Conference on Non-Bank Finance Organized by the Romanian Financial Supervisory Authority (ASF) in partnership with Bucharest University of Economic Studies (ASE) and "Alexandru Ioan Cuza" University of Iasi (UAIC), May 25 and 26, 2017, Bucharest, Romania.
7. Beşliu Iu. Evoluția instrumentelor financiare de gestiune a valorii întreprinderii. // Conferinţa ştiinţifică internaţională „Perspectivele şi problemele integrării în Spaţiul European al Cercetării şi Educaţiei", Universitatea de Stat „Bogdan Petriceicu Hașdeu", 7 iunie 2017, Cahul.
8. Beşliu Iu. Rolul managementului valorii întreprinderii în depășirea situațiilor de criză. // Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători" ediția a VI-a, Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei (UnAŞM), 15 iunie 2017, Chișinău.
9. Beşliu Iu. Modelul gestiunii operative a valorii întreprinderii. // Conferinţa ştiinţifică internaţională "Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE, 15-16 septembrie 2017, Universitatea de Stat "Alecu Russo", Bălţi, Republica Moldova
10. Beşliu Iu. Dimensiuni financiare ale valorii întreprinderii: evoluție, actualitate și practica Republicii Moldova. // Conferinţa Ştiinţifică Internaţională "Competitivitatea şi inovarea în economia cunoaşterii", 22-23 septembrie 2017, ASEM, Chișinău.
11. Tcaci C., Beşliu Iu. Cercetarea dependenței între indicatorii fundamentali ai valorii și capitalizarea de piață a întreprinderilor din Republica Moldova // Conferinţa internaţională ştiinţifico-practică, Ediţia a XII-a "Creşterea economică în condiţiile globalizării", Institutul Naţional de Cercetări Economice, 12-13 octombrie 2017, Chișinău.
12. Beşliu Iu. Enterprise Value Management in Crisis Situation: Accounting and Financial Approaches // Annual International Scientific Conference Financial and Monetary Economics - FME 2017, Organized by the Centre for Financial and Monetary Research „Victor Slăvescu", 5th Edition, October 27th, 2017, Bucharest, Romania.
13. Beşliu Iu. Perfecţionarea mecanismului financiar-decizional de gestiune a valorii în întreprinderile din Republica Moldova. // Conferinţa Ştiinţifică Internaţională: Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor şi a zonelor transfrontaliere, ediţia a-XIII-a, Iaşi, 10 noiembrie 2017, Institutului de Cercetări Economice şi Sociale"Gh. Zane", Academia Română.
14. Beşliu Iu. Gestiunea în baza valorii: provocări pentru managementul întreprinderilor din Republicii Moldova // Colocviul Ştiinţific Orientări actuale în cercetarea doctorală, Ediţia a VII-a, 07 decembrie 2017, Bălți.
15. Beşliu Iu. The diagnosis of the crisis situation of the enterprise value and the particularities of its management. // Conferinţa ştiinţifică internaţională "Contabilitatea şi finanţele – limbaje universale ale afacerilor", Ediţia a III-a, 23 martie 2018, Universitatea "Constantin Brâncoveanu" din Piteşti, Centrul de cercetări financiar-contabile Piteşti.
16. Beşliu Iu. Abordarea situațiilor de criză prin optica valorii întreprinderii. // Conferința Științifică a Doctoranzilor „Tendințe contemporane ale dezvoltării științei: viziuni ale tinerilor cercetători" ediția a VII-a, Universitatea Academiei de Ştiinţe a Moldovei (UnAŞM), 15 iunie 2018, Chișinău.
17. Beşliu Iu. Examinarea crizelor ciclurilor de viață în contextul gestiunii valorii întreprinderii // Conferinţa ştiinţifică internaţională "Asigurarea viabilităţii economico-manageriale pentru dezvoltarea durabilă a economiei regionale în condițiile integrării în UE, 21-22 septembrie 2018, Universitatea de Stat "Alecu Russo", Bălți, Republica Moldova

Distincţii

- 04.06.2016, Asociația Băncilor din Moldova - pentru o activitate proeminentă în sistemul bancar, merite și mari succese în muncă și profesionalism.
- 28.12.2002, FinComBank - pentru o contribuție substanțială la dezvoltarea și succesele realizate de Bancă în 2002.