

## ȘCOLILE DE ANALIZĂ A TITLURILOR FINANCIARE

**Aliona CHETRARU**

*Catedra Finanțe și Bănci*

In this article the author has presented the principles of financial titles analysis within those two schools of analysis: the school of fundamental analysis and the school of technical analysis. The importance of techniques and evaluation methods knowledge's practiced within these current of analysis derive from the complexity of primary information's used within the analysis and the evaluation aspects based on different principles. Therefore the school of basic analysis propose defining techniques of estimative value of the shares arising from the aspects of economic-financial activity of the company, then the technique analysis use the sources furnished by the stock exchanges regarding the price evolution on the market.

Problema evaluării diferitelor valori fizice sau morale a fost examinată în multiple doctrine de-a lungul secolelor. Un aspect aparte revine însă estimării valorilor mobiliare către începutul secolului XX, ca rezultat al intensificării circulației valorilor mobiliare pe arenă internațională și a importanței acestora în cadrul operațiunilor de finanțare a activității societăților emitente, pe de o parte, și de investire a mijloacelor temporar libere în scopul valorificării acestora, pe de altă parte.

Primele recomandări practice privind analiza valorilor mobiliare au fost prezentate în 1934 în cartea „Security analysis” de Benjamin Graham și David Dodd, care ulterior a cunoscut cinci ediții, fiecare dintre acestea fiind completate cu studii și experiențe ale marilor economiști în domeniu, ca Sidney Cottle, Frank E. Block, Roger F. Murray, Martin Leybovich. Rolul economic al evaluării titlurilor financiare, ce decurge din necesitatea determinării pe piață a titlurilor supraevaluate sau subestimate, a fost descris în cursul de lecții „Investiții” elaborat de economistul american Benjamin Graham în anul 1929, citit în cadrul Universității din Columbia. Importanța practică a acestui curs a determinat autorii de a scoate de sub tipar prima ediție a cărții „Security analysis”.

De la începutul secolului XX și până în prezent au evoluat atât instrumentele financiare de investire individuală și colectivă, tehnicile de analiză a eficienței plasării mijloacelor temporar libere, cât și mentalitatea celor ce participă la piață – a investitorilor și emitenților.

Până în anii '30 ai sec. XX decizia de investire era argumentată în baza datelor statistice publicate de birourile de statistică sau departamentele de statistică din cadrul organizațiilor financiare ce caracterizau activitatea emitentului și potențialul industrial al acestuia, în timp ce ulterior au început a fi puse accente asupra determinării gradului de eficiență a plasării mijloacelor financiare reieșind din valoarea viitoare a fluxurilor financiare ce revin investiției inițiale. Aceste procese au determinat apariția în uzuanța economică a astfel de noțiuni, ca: *valoare viitoare a banilor, rate de capitalizare și actualizare, multiplicatori financiari, fluxuri financiare viitoare etc.*

Analiza valorilor mobiliare, în general, și estimarea acțiunilor, în particular, sunt procese ce rezultă din necesitatea valorificării mijloacelor temporar libere cu un grad maxim admisibil al riscurilor aferente și a profitului scontat. Aceste procese implică desfășurarea unei analize ample a influenței factorilor obiectivi și subiectivi asupra prețului acțiunilor și atractivității investiționale a acestora.

La baza tehnicilor de evaluare stau modelele matematico-statistice de estimare a titlurilor financiare, a situației în sectorul propus pentru investire și a tendințelor macroeconomice de dezvoltare a economiei țării/regiunii.

Indiferent de nivelul de analiză (la nivel de companie, sectorial sau macroeconomic) sau modelele de evaluare (modelul top-down, probabilistic, econometric, al indicatorilor financiari etc.), rezultatele sunt examinate de evaluatori și, în funcție de multitudinea factorilor influenți, sunt expuse opinii privind valoarea estimativă a titlurilor.

În opinia unor autori, analiza reprezintă studiul aprofundat al factorilor existenți, în scopul percepției acestora și luării deciziilor bazate pe logică și principii acceptate de funcționare [1]. Determinării gamei de factori și gradului de influență asupra valorii titlurilor sau activității în ansamblu a emitentului îi sunt proprii în careva măsură subiectivismul și incertitudinea.

În practica internațională investitorii operează cu cel puțin două valori: **prețul de piață**, determinat de cererea și oferta pentru titluri, și **valoarea intrinsecă** a titlurilor, determinată de companiile de estimare și prezentată publicului pentru fundamentarea deciziilor investiționale. Valoarea intrinsecă reprezintă o valoare estimativă determinată de activitatea economico-financiară a emitentului începând cu politica de investire și finisând cu politica de distribuire a dividendelor. Ambele valori se modifică în timp și pentru diverse grupuri de investitori, în funcție de interese și utilitate, prezintă fie izvorul unei investiții eficiente, fie „nimic” – titlurile nefiind parte componentă a potențialului portofoliu investițional al investitorului. Fiecare participant al pieței dispunând de opinie și posibilitatea de a opera pe piață, prin subiectivismul său determină relația între prețul de piață și valoarea intrinsecă, acestea prevalând una asupra alteia sau echilibrându-se într-un anumit moment.

Prețul acțiunilor este influențat de o multitudine de factori, printre care principalul este dinamica viitoare a prețurilor. Ultima, însă, poate fi previzionată doar într-o anumită măsură, adică cu o anumită probabilitate, fapt ce determină ca prognozele de dezvoltare a pieței valorilor mobiliare să aibă un aspect profund speculativ. Astfel, factorii ce influențează formarea prețurilor pentru acțiuni pot fi grupați în următoarele categorii:

- ✓ *factori macroeconomici* – acordurile de colaborări internaționale, conjunctura pieței, cererea investițională, cererea consumatorilor, situația balanței comerciale, fluxul de investiții străine, dinamica prețurilor, creșterea economică, nivelul șomajului, inflației, ratei medii anuale a dobânzii, costului de finanțare pe piața financiară etc.;
- ✓ *factori microeconomici* – calitatea managementului companiei, politica de dividend, dinamica indicatorilor de profitabilitate, rentabilitate, nivelul cheltuielilor și posibilitățile de realizare a mărfurilor și/sau serviciilor, politica de marketing etc.;
- ✓ *factorii pieței de capital* – impozitarea investitorilor, gradul de lichiditate a investițiilor, rata dobânzii la hârtiile de valoare de stat și obligațiunile corporative, indicatorii de profitabilitate a investițiilor străine etc.;
- ✓ *factorii activităților de ordin tehnic ai pieței* – cumpărarea în scopul menținerii cererii sau prețurilor, achiziționarea/cumpărarea acțiunilor în scopul acumulării pachetului de control, manipulări speculative, sporirea prețului după o cădere considerabilă etc.;
- ✓ *factori politici* – politica socială, fiscală, bugetară a statului, factorii ecologici, protecționismul anumitor ramuri sau activități etc.;
- ✓ *factori psihologici* – comportamentul celor ce participă la piață (emoții, frică, optimism, invidie, agresivitate, pesimism etc.).

Literatura de specialitate propune două teorii de bază privind evaluarea titlurilor financiare: teoria fundamentalistă și teoria tehnocrată. Progresul tehnico-științific și dezvoltarea rapidă a segmentului financiar pe arena internațională la începutul secolului XX au determinat Organizația Națiunilor Unite să recunoască funcționalitatea celor două școli de analiză: fundamentală și tehnică, sau grafică.

Obiectivele **analizei fundamentale** sunt axate pe studiul aprofundat al activității companiei interesate în funcție de conjunctura pieței, situația din ramură și trendul macroeconomic al regiunii sau țării. Importanța studiilor efectuate prin prisma analizei fundamentale derivă din posibilitatea obținerii răspunsului la una din principalele întrebări înaintate de investitori: în „ce” titluri ar trebuie să investim și „care” sunt titlurile ce scad în eficiență și ar trebui scoase din portofoliu.

Scopul primordial al analizei fundamentale constă în determinarea costului real („corect”) al companiei, valoare ce poate fi diferită de prețul de piață al titlurilor emise de aceasta. Astfel, un cost mai mare comparativ cu prețul de piață al titlurilor va semnala despre subaprecierea titlurilor pe piață și nașterea unui trend de creștere în viitorul apropiat al prețurilor. În timp ce costul inferior față de prețul de piață este un semnal pentru înstrăinarea titlurilor, dat fiind faptul că investiția deținută este mai ieftină comparativ cu valoarea de evidență a acesteia.

În acest context, una dintre problemele practice ale analizei fundamentale este depistarea la timp a acțiunilor subevaluate cu potențial puternic de creștere în perspectivă de lungă durată. Acest studiu este posibil comparând indicatorii fundamentali ai activității companiei emitente cu rezultatele medii realizate pentru ramură sau economie în ansamblu. Astfel, în cadrul alegerii activelor pentru formarea portofoliului, analiza fundamentală permite de a face concluzii privind situația economico-financiară a emitentului, poziția acestuia în ramură, gradul de apreciere/ subapreciere a acțiunilor față de alte companii din ramură.

Astfel conchidem că analiza fundamentală reprezintă temelia analizei valorilor mobiliare în condițiile unei piețe eficiente [2]. Întru realizarea scopurilor și obiectivelor analizei fundamentale, au fost create o serie de modele de prognozare, menite de a facilita studiile fundamentale în domeniul pieței valorilor mobiliare și anume:

### **1. Prognozarea de sus în jos și de jos în sus (*Top-down and bottom-up forecasting*)**

În contextul analizei prețurilor „reale” ale acțiunilor, analiștii școlii fundamentale elaborează prognoze ale dinamicii produsului intern brut, volumului vânzărilor și nivelului veniturilor pentru economie în ansamblu, în particular pentru fiecare ramură și neapărat pentru un număr imens de companii private. Finalitățile acestor prognoze se referă la evaluarea nivelului așteptat al profitabilității anumitor acțiuni, iar după necesitate – și a anumitor ramuri.

Printre modelele de prognozare cel mai des utilizate de către analiștii economici este modelul top-down (de sus în jos), în cadrul căruia analiza se efectuează în trei etape: 1) analiza macroeconomică – sunt analizați în dinamică principalii indici ce caracterizează economia națională, astfel fiind determinat gradul de risc al investirii în economia dată; 2) analiza situației în ramură, luându-se în considerație realitățile economice și politice; 3) etapa de bază – analiza propriu-zisă a activității emitentului în vederea determinării corelației dintre valoarea de piață și valoarea patrimonială a acțiunilor. De menționat că analiza ramurală se axează pe rezultatele obținute în cadrul analizei situației la nivel macroeconomic; la rândul lor, prognozele pentru emitenți derivă din rezultatele obținute pentru ramura respectivă.

Alte companii specializate în evaluare utilizează, însă, modelul bottom-up (de jos în sus), acesta presupunând determinarea perspectivelor de dezvoltare a unor companii în parte, apoi prezintă prognozele pentru ramuri și în baza acestora elaborează studiul pe țară. Utilizarea acestui model poate conduce, neintenționat, la rezultate eronate ale studiului, dat fiind faptul că analiștii pot să se axeze, de exemplu, asupra diferitelor studii conexe privind evoluția cursului de schimb valutar sau a ratei dobânzii, fapt ce ar genera diferite rezultate, respectiv, ar influența și concluziile studiului.

În practică companiile de evaluare de anvergură pe piața financiară încearcă să combine ambele modele de prognozare, asigurând un rezultat optim studiului efectuat. Spre exemplu, prognoza de dezvoltare a economiei în ansamblu este realizată prin modelul top-down. Prognozele în cauză sunt utilizate ulterior de analiștii financiari în calitate de repere pentru crearea prognozelor de dezvoltare a diferitelor companii în parte, implicit utilizând modelul bottom-up. Verificarea corectitudinii prognozelor se determină prin confruntarea tendințelor obținute în rezultatul aplicării ambelor modele, astfel încât multitudinea prognozelor individuale ar trebui să corespundă prognozei inițiale a situației economiei în ansamblu. În cazul în care tendințele sunt contradictorii, analiza este efectuată repetat pentru a depista discordanța în tendințe.

### **2. Prognozarea probabilistică (*Probabilistic forecasting*)**

Prognozarea probabilistică este utilizată de companiile de estimare, de regulă, pentru determinarea tendințelor de dezvoltare la nivel macroeconomic, deoarece gradul de incertitudine caracteristică acestui nivel este extrem de important în determinarea riscului investiției și a profitabilității așteptate a unui portofoliu bine diversificat.

Astfel, modelul presupune elaborarea câtorva scenarii de dezvoltare a economiei, luându-se în considerație probabilitatea realizării anumitor procese, evenimente, realizări, impacte etc. Aceste prognoze ulterior pot fi folosite ca repere pentru prognozele pentru ramuri, companii și trendul pieței acțiunilor. În acest fel, modelul oferă posibilitate de a analiza și a evalua posibila reacție a diferitelor acțiuni la „surprizele” economiei, de aceea în limbajul de specialitate modelarea în cauză poartă denumirea de „ce, dacă”. Importanța modelului derivă și din faptul că oferă posibilitate de analiză și evaluare a riscurilor aferente realizării fiecărui scenariu în parte.

În funcție de necesitate, companiile de estimare vor elabora cel puțin trei scenarii: *optimist*, *neutru* și *pesimist*.

### **3. Prognozarea econometrică (*Econometric forecasting*)**

Modelele de prognozare econometrică reprezintă niște modele statistice, care permite prognozarea valorilor anumitor variabile, numite variabile endogene (*endogenous variables*). În scopul realizării acestor modele în calitate de date inițiale sunt utilizate valorile altor variabile, numite variabile exogene (*exogenous variables*). Presupuneri privind valorile acestor variabile sunt operate de către evaluator.

Prin modele econometrice putem înțelege atât un sistem foarte complex de legături și formule statistico-matematice, cât și o formulă foarte simplă ce redă legătura dintre cele două tipuri de variabile. Un impediment în crearea acestor modele este faptul că necesită cunoașterea atât a aspectelor și interconexiunilor economice, cât și cunoștințe în statistică. Astfel, pentru a crea legăturile sistemului sunt utilizate cunoștințele fundamentale economice, iar mai apoi, pentru determinarea numărului de legături și a relațiilor dintre variabile în dinamică, sunt utilizate metodele statistico-matematice.

Unele organizații investiționale utilizează modele econometrice de amploare, pentru a determina tendințele de bază în economia națională, precum: tendința produsului intern brut, inflației, șomajului, axându-se pe analiza evoluției indicatorilor bugetului de stat, a valorii așteptate a cheltuielilor de consum, a nivelului investițiilor planificate în afaceri, a situației privind balanța de plăți etc. Specialiștii care elaborează programe computerizate, pentru a crea modele, de regulă, prevăd posibilitatea creării câtorva prognoze standard, bazate pe un set determinat de variabile exogene. Prognozele pot conține și probabilitatea cu care se poate realiza un eveniment sau altul; de asemenea, pot permite specialistului să introducă în model propriile presupuneri și realizări intermediare.

De regulă, modelele econometrice se bazează pe utilizarea datelor statistice și a interconexiunilor testate în perioadele precedente de timp, fapt ce asigură (sau, deopotrivă – nu asigură) viabilitate modelelor în viitor. În momentul în care modelul începe a genera erori asupra tendințelor viitoare, se consideră că interacțiunile economice care au stat la baza modelului au suferit schimbări structurale. Totodată, modelul ar putea fi completat cu variabile necunoscute anterior sau cu grad foarte nesemnificativ de influență, dar care, în prezent, determină tendința variabilelor endogene analizate.

#### **4. Analiza rapoartelor financiare**

Rapoartele financiare ale emitentului reprezintă rezultatul funcționării unui anumit model de activitate acceptat de emitentul în cauză – model creat de echipa managerială, contabili și, în mod indirect, de organele de reglementare fiscală. Diferite companii utilizează diverse modele de activitate și standarde de evidență, fapt ce vorbește despre interpretarea diferită a aceluiași eveniment.

În particular, aceasta poate fi explicat prin faptul că Principiile Generale ale Evidenței Contabile (GAAP), aprobate de Consiliul privind Standardele Evidenței Financiare (Financial Accounting Standards Board, FASB), admit o careva libertate în alegerea metodelor de evidență practicate. Cel mai reprezentativ exemplu ar putea fi metoda de amortizare a activelor (liniară sau accelerată) și metoda de evidență a stocurilor de mărfuri și materiale (FIFO sau LIFO).

Analistul financiar și, implicit, evaluatorul, pentru a înțelege și interpreta situația reală a companiei și a face comparații cu alte companii din ramură sau economia națională, ce practică alte metode de evidență contabilă, va studia amănunțit anexele la rapoartele financiare și referințele prin care sunt explicate unele valori finale. Astfel, evaluatorii care acceptă rapoarte cu date finale ale valorii venitului pentru o acțiune poate să nu observe toate tendințele viitoare ale companiei, în timp ce cei care în interior studiază indicatorii ce caracterizează cursul acțiunilor vor cunoaște cu precizie direcția și gradul de realizare a previziunilor.

În acest sens, scopul final al analizei fundamentale constă în determinarea mărimii cerințelor financiare în raport cu venitul companiei (inclusiv cerințele acționarilor și ale deținătorilor de obligațiuni). Pentru aceasta se prognozează venitul companiei și se aplică politica de dividend, prin care se vor stabili ratele de distribuire a venitului între creditorii companiei (inclusiv acționari și deținători de obligațiuni) în conformitate cu anumite probabilități ale realizării venitului.

În practică însă sunt utilizate metode mult mai simple și majoritatea analiștilor acceptă cifrele după cum sunt expuse în rapoartele financiare, fără a încerca să depisteze sensurile ascunse ce le înglobează. Astfel, pentru interpretarea unor legături complexe sunt utilizați indicatori foarte simpli în interpretare și calcul, spre exemplu: pentru evaluarea acțiunilor ordinare deseori se calculează raportul dintre mărimea profitului net și valoarea de bilanț a acțiunilor aflate în circulație; sau, pentru a evalua probabilitatea de achitare deplină și în termen a datoriilor pe termen scurt ale companiei se vor utiliza indicatorii de lichiditate etc.

#### **5. Analiza indicatorilor financiari**

Analiza fundamentală presupune studiul problemelor financiare ale activității emitentului, care ar permite luarea deciziilor investiționale corecte. Adepții acestei școli consideră că prețul acțiunii este influențat în cea mai mare măsură de eficiența activității societății emitente. Dacă perspectivele de dezvoltare a societății sunt stabile, atunci prețul de piață al acțiunilor va reflecta acest fapt și va crește în viitor. Dar, prețul acțiunilor

este influențat nu numai de veniturile viitoare, ci și de riscul aferent investițiilor. Inițial, investitorul trebuie să studieze situația financiar-economică a societății în baza rapoartelor financiar-contabile, apoi să determine tendințele în activitatea companiei emitente, care ar putea influența fluctuația prețului de piață al acțiunilor, să evalueze activitatea de producere, rentabilitatea emitentului etc. O importanță deosebită în cadrul analizei fundamentale a titlurilor financiare au următoarele aspecte:

- determinarea capacității de concurență a societății emitente;
- determinarea structurii sortimentului, a tendințelor și piețelor de desfacere a producției finite;
- determinarea coeficienților de rentabilitate și profitabilitate a societății;
- determinarea structurii și gradului de lichiditate a mijloacelor, activelor societății;
- determinarea structurii surselor de finanțare a activității societății, a structurii capitalului acționar.

Aceste direcții pot fi realizate prin intermediul modelului de analiză a indicatorilor financiari, care pot fi utilizați în mod diferit de fiecare evaluator. În acest sen, companiile de estimare pot utiliza în calitate de reper standarde absolute. Devierea indicatorilor estimați de la standardele absolute demonstrează existența unor situații nestandard și necesită un studiu mai aprofundat. Alte companii de estimare preferă să compare indicatorii companiei estimate cu o companie considerată „medie” în ramură, pentru a depista și analiza devierile înregistrate. O altă categorie de evaluatori analizează dinamica indicatorilor companiei în timp, considerându-se că astfel va fi posibil de a trasa careva prognoze pentru perioade viitoare de timp. La momentul actual o serie de evaluatori practică combinarea rezultatelor studiului indicatorilor cu analiza tehnică (desigur, doar pentru titlurile cotate pe segmentul bursier, pentru care este posibil de a construi trenduri, adică sunt frecvent tranzacționate).

Una dintre metodele de utilizare a coeficienților constă în crearea unor scheme de analiză compusă din o serie de indicatori ce decurg unul din celălalt și sunt confirmați de cel puțin alți doi indicatori. În această schemă fiecare indicator este egal cu produsul de la înmulțirea altor doi indicatori, excepție constituind indicatorul de rotație a activelor. Complexitatea unei asemenea abordări constă în precizia determinării valorilor viitoare ale indicatorilor.

Tabel

Indicatorii proprii acțiunilor

Nr.crt.	Denumirea indicatorului	Denumirea internațională	Formula de calcul
1.	<b>Raportul preț - câștig</b>	Price to Earnings	$\frac{\text{Prețul de piață al acțiunii}}{\text{Profitul net pentru o acțiune}}$
2.	<b>Raportul preț - active</b>	Price to Book	$\frac{\text{Prețul de piață al acțiunii}}{\text{Costul activelor pentru o acțiune}}$
3.	<b>Raportul preț - vânzări</b>	Price to Sales	$\frac{\text{Prețul de piață al acțiunii}}{\text{Vânzări la o acțiune}}$
4.	<b>Coeficientul de profitabilitate pentru investitor</b>	Total Return	$\frac{\text{Prețul acțiunilor la sfârșitul perioadei} - \text{Prețul acțiunilor la începutul perioadei} + \text{Dividende}}{\text{Prețul acțiunilor la începutul perioadei}}$
5.	<b>Profitabilitatea dividendelor (%)</b>	Dividend Yield	$\frac{\text{Dividend la o acțiune}}{\text{Valoarea nominală a acțiunii}}$
6.	<b>Indicatorul de profitabilitate a capitalului acționar (%)</b>	ROE – Return on common Equity	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Capital social (în afara acțiunilor preferențiale)}}$
7.	<b>Indicatorul de profitabilitate a activelor (%)</b>	ROE – Return on total Assets	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Active total}}$
8.	<b>Indicatorul de profitabilitate a vânzărilor sau rentabilitate (%)</b>	ROS – Return on Sales sau Profit Margin	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Volumul vânzărilor}}$
9.	<b>Indicatorul de rotație a activelor totale</b>	TAT – total Assets Turnover	$\frac{\text{Volumul vânzărilor}}{\text{Active total}}$

	Denumirea indicatorului	Denumirea internațională	Formula de calcul
10.	<b>Ponderea surselor împrumutate</b>	Debt to Assets	$\frac{\text{Datorii creditoriale}}{\text{Active total}}$
11.	<b>Venit din vânzări ce revine unui lucrător</b>	REE – Revenue per Employee	$\frac{\text{Venit din vânzări}}{\text{Număr de angajați}}$
12.	<b>Venit din vânzări ce revine la un leu capital social</b>	REQ – Revenue per dollar of Equity	$\frac{\text{Venit din vânzări}}{\text{Capital social}}$
13.	<b>Valoarea patrimonială</b>	BV – Book Value per Share	$\frac{\text{Valoarea capitalului propriu}}{\text{Numărul acțiunilor în circulație}}$
14.	<b>Profitabilitatea acțiunilor</b>	EPS – Earnings per Share	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Numărul acțiunilor în circulație}}$
15.	<b>Sporul profitabilității acțiunilor</b>	EG – Earnings per Share Growth	$\frac{\text{Sporul profitului net}}{\text{Numărul acțiunilor în circulație}}$
16.	<b>Profit până la plata impozitelor și taxelor</b>	EBIT – Earnings Before Interest and Tax	-----
17.	<b>Profit până la plata impozitelor, taxelor și cheltuielilor nebănești</b>	EBITDA – Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization	-----

Analiza indicatorilor implică calculul și interpretarea următoarelor grupe de indicatori:

- Indicatorii de lichiditate și solvabilitate;
- Indicatorii de stabilitate financiară;
- Indicatorii de îndatorare;
- Indicatorii de rotație a activelor;
- Indicatorii de rentabilitate și eficiență;
- Indicatorii proprii acțiunilor etc.

Majoritatea investitorilor nu dispun de timp și de cunoștințe pentru a efectua analiza fundamentală a titlurilor interesate, dat fiind faptul că este o procedură economică specifică. În aceste condiții ei apelează la serviciile agențiilor informaționale și la sursele de informare în masă – ziare, reviste, emisiuni televizate, radio.

Din cele expuse putem formula următoarea definiție a noțiunii de **analiză fundamentală**, aceasta fiind o complexitate de modele, metode și indicatori care permite de a aprecia oportunitatea cumpărării și corectitudinii prețului acțiunilor, axate pe date obținute din rapoartele financiare ale emitentului, studii de ramură, rapoarte privind indicatorii macroeconomici de dezvoltare a țării, realizarea bugetului de stat, rapoarte ale companiilor specializate și ale organelor de stat de control și supraveghere, alte surse informative.

Spre deosebire de analiza fundamentală, care accentuează importanța calculării și examinării unui set de indicatori macro- și microeconomici, în scopul determinării prețului acțiunilor, **analiza tehnică** se bazează pe concepția că *prețul instrumentelor și al titlurilor financiare este determinat de cererea și oferta pe piață și poate oferi informații probabile privind evoluțiile viitoare ale cursului bursier*. În esență, analiza tehnică cuprinde analiza rezultatelor tranzacțiilor efectuate pe piață și a pozițiilor deschise, în mod deosebit fiind analizate așa componente ca prețul, volumul tranzacției, direcția trendului, figurile de trend, indicatorii de trend.

Prin intermediul analizei tehnice este dificil a crea prognoze, totodată, fiind simplu a interpreta mișcarea cursului și a determina intensitatea cu care se întâmplă un eveniment și influența acestuia asupra cursului acțiunilor.

Din punct de vedere tehnic, mișcarea pieței se reflectă pe calea construirii graficelor, care, la rândul lor, constituie baza de date pentru a prognoza evoluția pieței. Astfel, analiza tehnică de cele mai multe ori era numită **analiză grafică**. Este important a evidenția faptul că modelele analizei tehnice se împart în trei mari grupe: unele sunt folosite la prognozarea prețurilor viitoare ale diferitelor instrumente financiare, altele – la determinarea evoluției indicilor bursieri și a treia grupă de modele se utilizează la determinarea căilor de cumulare a diferitelor active financiare.

La baza analizei tehnice stau următoarele **raționalități**:

- ✓ Venitul obținut pe piața valorilor mobiliare este rezultatul confruntării directe dintre cererea și oferta de capital.
- ✓ Cererea și oferta sunt influențate de o multitudine de factori – atât raționali, cât și iraționali, a căror analiză nu este obiectul analizei tehnice, ci al analizei fundamentale.
- ✓ Prețurile pe piața de capital se schimbă conform trendului ce se caracterizează printr-un ciclu de viață.
- ✓ Orice modificări ale factorilor externi, stihinici sau nu, mai devreme sau mai târziu se vor reflecta în relațiile apărute dintre cererea și oferta de titluri și, respectiv, în graficul prețurilor tranzacțiilor încheiate.
- ✓ Părți diferite ale graficului se pot repeta, dat fiind faptul că dinamica prețurilor este supusă anumitor legități care, de regulă, au caracter constant.

În esență, adepții analizei grafice susțin că:

a) analiza pieței poate fi efektivă, amplă și corectă doar în cazul studiului aprofundat al construcțiilor grafice ale evoluției prețurilor, care în sine cuprinde influența tuturor factorilor pieței;

b) analiza determină trendul și mișcarea viitoare a acestuia, adică orice evoluție a pieței este caracterizată de trend și se încadrează în următoarele caracteristici:

- ✓ trendul taurului (bullish) – creșterea prețurilor;
- ✓ trendul ursului (bearish) – scăderea prețurilor;
- ✓ trendul orizontal sau lateral (flat) – prețul nu este determinat de vreo evoluție semnificativă spre creștere sau descreștere;

c) situațiile pe piață sunt supuse unei ciclități, ceea ce permite de a pronostica prețurile viitoare ale titlurilor.

În practică, în cadrul platoului bursier formarea cursului acțiunilor este un proces complex caracterizat de influența unui număr mare de variabile, atât cunoscute, cât și necunoscute, evident interpretate diferit de diferiți participanți la piață, în funcție de gradul de acces la informații și de nivelul de cunoaștere a pieței și emitentului. Astfel, cursul acțiunilor este cel mai important element în cadrul analizei tehnice, toți factorii care îl influențează fiind cuprinși în el.

Un alt element al analizei tehnice este trendul, care reprezintă tendința de mișcare a cursurilor bursiere în timp. Depistarea și cunoașterea tendinței (adică a trendului), prognozarea gradului de stabilitate, ritmului de dezvoltare, inerției pieței și a altor caracteristici, previzionarea momentului de redirecționare a trendului și a situației pieței constituie, în esență, problemele de bază ale analizei tehnice. Trendul fiind rezultatul evoluției cursurilor bursiere, este, de asemenea, și o reflecție atât a datelor fundamentale, cât și a așteptărilor, anticipărilor participanților la piață. Menționăm că participanții pieței, reprezentând indivizi aparte, caracterizați prin anumit nivel al intelectualității, control al emoțiilor, tip de caracter (sanguinic, flegmatic etc.), în funcție de anticipări, pot lua atât decizii raționale și corecte, dar și decizii iraționale (îndeosebi în situații critice). Deci, sensul analizei tehnice este de a analiza comportamentul cererii și al ofertei pentru o acțiune pe o anumită piață, ceea ce se poate realiza doar dacă ar exista decizii iraționale ale participanților la piață; în caz contrar, analiza tehnică nu ar mai trebui, deoarece prognozele ar putea fi determinate cu siguranță prin intermediul datelor studiilor fundamentale. Astfel, analiza tehnică studiază relațiile dintre faptele economice și așteptările participanților la piață.

Reieșind din unul din principiile analizei tehnice precum că istoria se repetă, s-ar considera că odată având loc evenimentul pe piața financiară repetarea lui va furniza participanților la piață date clare și veridice privind influența asupra cursului bursier și intensitatea evenimentului. Fapt, pe de o parte, corect, deoarece oamenii de-a lungul istoriei nu-și modifică comportamentul, caracterul, emoțiile, dar, totodată, și incorect, deoarece societatea evoluează, se dezvoltă, apar noi tehnologii, care pot fi implementate doar creându-se noi condiții.

Personalitățile de vază în domeniul analizei tehnice, ca Dow Jones, Eric Naiman, Lewis Borsellino, Ralph Nelson Elliott etc., consideră că evoluțiile viitoare ale trendurilor pot fi determinate doar prin cunoașterea trecutului – a evenimentelor ce au avut loc, influenței acestor evenimente asupra cursului bursier al acțiunilor interesate, societății emitente, sectorului, a economiei în ansamblu.

Totodată, adepții școlii analizei tehnice se axează pe o serie de teorii de altă natură, și anume:

a) teoria Dow – este important a se determina momentul începutului și direcția tendinței pieței titlului dat.

La bază stau cei mai cunoscuți la momentul actual indici bursieri: indicii Dow Jones;

b) teoria volumelor tranzacționate – compară volumul tranzacțiilor și fluctuația prețurilor de piață ale acțiunilor. Sporirea volumelor și prețurilor denotă tendința de creștere a pieței – semn de cumpărare a

titlului și, invers, micșorarea volumului concomitent cu micșorarea prețului de piață denotă căderea trendului – semn de vânzare;

- c) teoria pachetelor incomplete de acțiuni – se axează pe comportamentul subiectiv al participanților la piață și predominarea pachetelor mici de acțiuni negociate indică la scăderea nivelului de siguranță a acestor acțiuni – semnal ferm de vânzare;
- d) teoria poziției cumulative scurte – la baza acestei teorii stă determinarea coeficientului poziției cumulative scurte care reflectă corelația dintre numărul total de acțiuni vândute fără acoperire și volumul mediu al tuturor operațiunilor cu acțiunile date.

Se consideră că istoria analizei tehnice își are începutul la momentul publicației în revista Wall Street Journal a articolului elaborat de creatorul primului indice bursier Dow Jones – Charles Dow, în anul 1890. În acest articol autorul a expus unele principii, cu a căror respectare puteau fi cu succes încheiate tranzacții de cumpărare-vânzare a valorilor mobiliare. Aceste metode au și stat la bazele analizei tehnice.

În anii marii depresii Ralf Nelson Eliot a elaborat teoria determinării tendințelor de bază ale dinamicii prețurilor. Această teorie a fost dezvoltată și a căpătat la începutul anilor '80 ai sec. XX o interpretare nouă datorită lui Robert Prehter. Până la momentul actual teoriile lui Eliot sunt folosite pe larg în analiza tehnică a titlurilor financiare.

În prima jumătate a sec. XX William Gann a elaborat combinații complexe geometrice și principii algebrice, care cu succes se utilizau la previzionarea evoluției prețurilor pe piețele contractelor futures. Cea mai mare parte a directivelor analizei tehnice au fost elaborate și descoperite în prima jumătate a sec. XX, însă este foarte greu de a specifica autorii lor, dat fiind faptul că acestea apăreau spontan pe diferite piețe.

O intensificare deosebită în domeniul analizei tehnice a fost observată în anii '70 ai sec. XX, condiționată de apariția și dezvoltarea tehnicii de calcul, îndeosebi a computerelor. În așa fel, comercianții și analiștii au obținut un instrumentariu fără valoare, care era capabil să implementeze ușor, rapid și eficient principiile de bază ale analizei tehnice în regim de timp real. În această perioadă au fost scrise lucrările lui W.Wilder, D.Lein, L.Williams.

Apărute cu mult înaintea computerelor și metodelor matematice de analiză, principiile analizei tehnice erau testate, analizate și interpretate de către participanții la piață prin intermediul desenelor efectuate cu ajutorul riglelor logaritmice, adică a unor grafice pe care depuneau diferite linii – cursul bursier în dinamică, tendința generală, tendințe intermediare, nivele și linii de suport și rezistență. Către secolul XX corelațiile depistate între prețurile analizate și graficele desenate erau formulate sub formă de legități care urmau a fi testate la producerea unui eveniment similar în viitor.

Piața în permanență înglobează fluxuri informaționale privind dinamica prețurilor titlurilor financiare, dar niciodată nu evoluează conform unei linii drepte [3]. Graficul acesteia înregistrează perioade ascendente, descendente și flat, în conformitate cu care se formează curba sau valorile evoluției prețurilor cu evidențierea extremelor de minim și de maxim. Asemenea construcții analitice pot fi conturate în mod diferit în dependență de durata perioadei analizate; altfel spus, seriile de curbe pot apărea pe parcursul câtorva minute, ore, zile, săptămâni etc. În dependență de perioada analizată pe grafic sunt oglindite trenduri de scurtă durată – de la câteva ore până la trei săptămâni, de durată medie – până la șase luni și mai mult, de durată lungă sau de bază – de la un an până la doi ani și multianuale – pentru câteva zeci de ani. Divizarea trendurilor conform regulii stipulate este mai mult simbolică, impusă în cadrul analizei tehnice luându-se în considerație ciclitatea pieței.

Mișcarea prețurilor titlurilor financiare pe piață în timp este numită *tendință*. Depistarea și cunoașterea tendinței, prognozarea gradului de stabilitate, ritmului de dezvoltare, inerției pieței și a altor caracteristici, previzionarea momentului de redirectionare a trendului și a situației pe piață constituie, în esență, problemele de bază ale analizei tehnice.

Toate instrumentele analizei tehnice utilizate de analitici: mișcarea pieței „maxim-minim”, nivelurile și zonele de rezistență și suport, moving average, liniile și modelele de trend, construcțiile de prețuri și alte combinații ale acestora servesc unui singur scop – studierea tendințelor, care ar permite asigurarea luării deciziilor optime în cadrul jocului bursier de scurtă durată sau a procesului investițional pe termen lung.

Este firesc acel fapt că omul mult mai ușor asimilează și percepe informația redată în formă grafică comparativ cu informația textuală sau cifrele. De aceea, o parte impunătoare de participanți la piața de capital se bazează pe studiul grafic al dinamicii prețurilor. Graficele, în esență, reflectă comportamentul maselor de



participanți pe piață pentru un termen determinat. În orice moment taurii cumpără, iar urșii vând, iar a treia categorie de participanți – patruleterii – sunt în așteptarea momentului potrivit pentru a iniția operațiunea fie de cumpărare, fie de vânzare. Existența acestei categorii de participanți, cei mai numerici pe piață, tensionează acțiunile și ale taurilor și ale urșilor, în așa fel creând un preț mediu ce întrunește așteptările și dorințele celor trei categorii în același timp.

Cel mai des utilizate de participanții la piață în determinarea sensului operațiunilor de vânzare/cumpărare sunt graficele liniare și în bare. Cu toate că pot fi evidențiate și preferințe ale participanților în dependență de stat sau regiune. Spre exemplu, americanii mai des folosesc în analiză graficul X-O, comercianții japonezi folosesc cu precădere graficul lumânărilor japoneze, europenii însă folosesc mai des graficul în bare.

Complexitatea și diversitatea modelelor de evaluare a acțiunilor în practica internațională sunt determinate de multitudinea factorilor și variabilelor endogene și exogene ce stau la baza creării unui model de evaluare. Cele expuse nu exclud existența unor trăsături specifice, al căror rol constă în determinarea preferințelor de utilizare a modelului sau utilității datelor obținute.

**Referințe:**

1. Sidney Cottle, Roger F. Murray, Frank E. Block. Security Analysis (Анализ ценных бумаг). - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000, p.38.
2. Ibidem.
3. Найман Э. Малая энциклопедия трейдера. - Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007. - 403 с.

*Prezentat la 14.04.2008*