

TIPOLOGIA VALORILOR ACȚIUNILOR ÎN CONTEXTUL EVALUĂRII

Aliona CHETRARU

Catedra Finanțe și Bănci

The present article is dedicated to the studying of the value, from theoretical and practical point of view, which is widely used in different aspects in activity of a company, as well as in shares circulation released by the company on the secondary market. Ideas concerning value's concept were mentioned in the works of ancient philosophers but the development of the concept of economic value itself started just in the 20th century. Concerning this fact, the author presents a large amount of definitions of different value types, including the estimated value.

În filosofie, *valoarea economică* reprezintă o subcategorie a unui concept mult mai general al valorii, numit bunăvoința și teoria valorii sau, simplu, *știința despre valoare*. Întemeietorul științei despre valoare este considerat filosoful **Robert S. Hartman**¹, care a încercat să elucideze teoriile valorii utilizând atât logica formală, cât și simbolică. Principiile fundamentale, care au jucat rol de axiome și pot fi inițiate în logica simbolică, sunt: „un lucru este bun în măsura în care exemplifică conceptul său”. Adică, lucrul este bun, dacă are un nume; acel nume este determinat de o serie de proprietăți, iar lucrul posedă toate proprietățile concepute în nume. Lucrul este considerat necalitativ dacă nu întrunește condițiile definiției.

Hartman a introdus în știința economică dimensiunile de bază ale valorii – valoarea intrinsecă, extrinsecă și sistemică. El a cuantificat aceste noțiuni pe principiul că „orice proprietate a bunului este valoroasă la fel de mult ca oricare alte proprietăți, în funcție de nivelul de abstracție” [1]. Astfel, dacă, un bun are n proprietăți, fiecare dintre acestea – în cadrul aceluiași nivel al abstracției – este proporțional valoroasă n^{-1} . Pentru a explica valoarea bunurilor, Harman a creat Hartman Value Profile, care nu constituie o descriere a „ce este evaluat”, ci este un test care determină „ce” preferă publicul să supună evaluării.

În culegerea de articole *Value and Valuation*, publicată după decesul autorului, Hartman a analizat profund valoarea și teoriile valorii, susținând necesitatea excluderii teoriei valorii din filosofie și crearea unei științe separate despre valoare – Science of Value. Examinând conceptul valorii, Hartman menționa existența unui număr infinit de proprietăți, fiecare în parte formând valoarea bunului, fapt criticat aspru de matematicieni, care susțineau că numărul proprietăților unui bun este o mărime finită. Adepții teoriei lui Hartman au dezvoltat ideile acestuia și au conchis că „nu este obligator ca proprietățile unui bun să fie enumerate, simplu acestea trebuie să existe și să poată corespunde una câte una utilității bunului”. Astfel, ideea de bază a științei despre valoare constă în următoarele: fiecare bun este caracterizat de un anumit număr de proprietăți, determinate de fiecare individ în parte în funcție de percepția, necesitatea și utilitatea bunului pentru sine, în rezultat creând valoarea bunului.

Către finele sec. XIX–începutul sec. XX, societatea (atât emitenții și investitorii, cât și agenții financiari) a început a saluta și manifesta interes sporit față de materialele analitice privind estimările viitoare ale prețurilor pentru titluri separat pe sectoare ale economiei sau pe economia în ansamblu. Primii pași în vederea evaluării tendințelor viitoare i-a făcut Charlez Dow, în anul 1890, publicând în revista sa „Wall Street Journal” modalitatea formării, interpretării și utilizării primului indice bursier Dow Jones, ca rezultat fiind posibil de evaluat cu precizie evoluția viitoare a prețurilor acțiunilor pe piața americană și încheierea tranzacțiilor profitabile.

Spre deosebire de teoria valorii, dezvoltată și completată pe parcursul a câtorva secole, teoria evaluării a început a se forma abia către sfârșitul secolului XIX, prin noile concepții introduse în teoria neoclasică a valorii. Literatura economică îl recunoaște pe Marshall ca fiind economistul care pentru prima dată a identificat cele trei abordări tradiționale ale valorii:

- ✓ comparația de piață;
- ✓ capitalizarea venitului;
- ✓ costul de înlocuire net.

¹ Robert Schirokauer Hartman (27 ianuarie 1910 – 20 septembrie 1973) – logician și filosof. Primele lucrări au fost dedicate axiologiei științifice, deși este recunoscut ca fondatorul științei despre valoare.

Discuțiile continue în jurul conceptului valorii au determinat economiștii să elaboreze tehnici și modele de determinare a valorii – să evalueze bunul sau serviciul prestat și să compare această valoare cu prețul de piață sau cu costul producerii/prestării acestora.

Astfel, sunt remarcabile lucrările economiștilor: Harry M. Markowitz, în care au fost studiate probleme privind formarea portofoliilor investiționale [2], William F. Sharpe – studiu aprofundat al modelelor de evaluare a activelor financiare [3], Stephen A. Ross – teoria de arbitraj a evaluării activelor financiare [4], Sidney Cottle, Roger F. Murray [5], Richard A. Brealey, Stewart C. Mayers [6] – principiile de evaluare a titlurilor financiare la diferite niveluri etc.

La momentul actual există două școli de analiză a relațiilor dintre valoarea reală (estimativă) și prețul de piață al bunurilor, și anume:

✓ Adepții ipotezei privind eficiența pieței (*Efficient Market Hypothesis* [7]) susțin, că pe o piață bine organizată, transparentă și competitivă, prețul de piață în linii generale este mai mult sau mai puțin echivalent valorii estimate, deoarece investitorul reacționează rapid prin prețurile propuse la fluxurile noi de informații privind neajunsurile activelor financiare, utilitatea lor și nivelul potențial al profitabilității.

✓ Adepții teoriei finanțelor dirijate (*Behavioral Finance*) susțin că în cele mai dese cazuri prețul de piață poate să difere esențial de valoarea reală a activelor financiare ca urmare a existenței unei game largi a factorilor cognitivi de influență atât asupra cumpărătorilor, cât și asupra vânzătorilor. Totodată, dacă recomandările privind finanțele dirijate în linii generale sunt cunoscute, atunci anomaliile apărute pe parcurs sunt specifice fiecărui obiect al evaluării și pot genera divergențe în prognozare, dificultăți în calculul supraprofitului și, în special, la estimarea costurilor tranzacțiilor.

Comitetul pentru Standardizarea Evidenței Contabile (Financial Accounting Standards Board – FASB²) prin actele sale normative, a elaborat în 2004 recomandări privind modalitatea evaluării activelor financiare. Atenție deosebită a fost acordată atât estimării activelor financiare pentru care există preț de piață în rezultatul cotării pe arenele bursiere, cât și pentru activele financiare nelistate la bursele de valori. Astfel, au fost create directive pasibile de a elimina discordanța în evaluarea oricărui tip de active financiare. În proiectele Comitetului s-a propus următoarea definire a valorii estimate:

Valoarea estimativă reprezintă prețul la care un activ sau obligațiune poate fi schimbată într-o tranzacție curentă între cumpărător și vânzător, cu condiția informării depline și excluderii afilierii. Aceasta semnifică că prețul poate fi estimat și în afara unui schimb real. Totodată, calculul valorii estimate presupune o serie de cheltuieli și un spectru foarte larg de informații suplimentare, fapt ce determină costurile înalte ale procedurilor de estimare. FASB a determinat ierarhia nivelurilor de determinare a valorii estimate. Prin urmare:

✓ *Nivelul I* necesită utilizarea prețurilor de piață (din cadrul listingului bursier) de pe o piață activă pentru active financiare identice. Utilizarea acestui nivel presupune existența posibilității accesării imediate a sistemelor de tranzacționare, iar dacă sunt accesibile mai multe piețe, atunci va fi accesată piața ce oferă cele mai avantajoase condiții.

✓ *Nivelul II* solicită utilizarea cotărilor bursiere ale activelor financiare similare pe piețele deschise și active. Dacă la nivelul I evaluatorul nu poate opera modificări în cotările bursiere, atunci la nivelul II aceasta este posibil prin ajustarea prețurilor conform cotărilor titlurilor similare, după caz. Condiția de bază este ca orice ajustare să fie obiectivă. Dacă însă nu este posibil a determina obiectiv gradul de ajustare sau nu există la moment titluri similare, evaluatorul va purcede la nivelul III.

✓ *Nivelul III* specifică utilizarea obligatorie a metodologiilor de evaluare. Proiectul presupune utilizarea analizei pieței, veniturilor și costurilor. Utilizând aceste metode, evaluatorul poate determina, cu mică aproximație, valoarea estimativă. El se va axa doar pe cunoștințele și eforturile proprii pentru a obține informații suplimentare din exterior.

Pentru a asigura corectitudinea procesului de evaluare, FASB a completat procedura cu încă două niveluri. Astfel, *nivelul IV* este utilizat pentru excluderea ambiguităților asociate evaluării prin intermediul instrumentarului. Acele instrumente, care necesită cheltuieli suplimentare, la prima vedere nu sunt observabile, dar contribuie la confirmarea rezultatelor cu alte date. *Nivelul V* finalizează procedura evaluării prin verificarea datelor.

În viața de toate zilele fiecare individ, privind lucrurile și acumulând informații, își face concluzii despre valoarea bunului sau serviciului prestat, apoi, contrapunând-o cu prețul de piață, realizează diferențele rezul-

² A fost înființat în 1973 în Statele Unite ale Americii, organizație de autoreglementare a auditorilor și utilizatorilor rapoartelor financiare cu scopul de a elabora și supraveghea standardele contabilității naționale, ulterior coordonate cu Institutul American al Contabililor Licențiați și Comisia pentru Piața Hârtiilor de Valoare și Bursele de Valori.

tate din estimările proprii. În funcție de nivelul de cunoaștere a proprietăților bunului estimat, a prețurilor pe piață și a situației economice în ansamblu, diferite persoane vor determina diferit prețul estimativ. Raportând aceste cugetări la nivelul estimării de către o companie specializată a activelor financiare, cum sunt acțiunile și obligațiunile, procedura de estimare reprezintă un complex de operațiuni, modele, scheme, formulări și concluzii, care nu pot fi efectuate în orice moment de timp și pentru orice titlu la dorința fiecăruia dintre noi, date fiind costurile și eforturile sporite ale evaluării.

Legislația fiecărui stat determină cazurile obligatorii de estimare a titlurilor financiare. Generalizând practica internațională, menționăm cazuri de:

- ✓ fuziune sau asocieri ale întreprinderilor;
- ✓ lichidare a întreprinderii;
- ✓ preluarea acesteia de către alte întreprinderi sau ca urmare a re tehnologizărilor sau modernizărilor;
- ✓ operațiuni pe piața de capital;
- ✓ expropriere sau sechestrare a averii întreprinderii;
- ✓ în cadrul litigiilor de judecată, la necesitate.

Cu referință la evaluare, literatura de specialitate propune următoarele concepte, fiind considerate fundamentale în practica evaluării: preț, cost, valoare. Esența acestora nu poate fi elucidată în afara noțiunii de *proprietate*, ce constituie un concept legal, care prevede drepturile personale de posesiune asupra unei proprietăți imobiliare (terenuri și construcții), numită *proprietate reală*, sau asupra obiectelor fizice, altele decât cele care formează proprietatea imobiliară, numită *proprietate personală*. În evaluarea patrimoniului unei întreprinderi, obiectul evaluării îl constituie activele corporale, necorporale, financiare aflate în proprietate sau controlate de aceasta, iar evaluarea se poate face fie în mod individual, fie în totalitatea acestora.

În funcție de *scopul evaluării*, există două tipuri de evaluare [8]:

- a) *administrativă* – realizată, de regulă, în scopuri fiscale la cererea organelor de resort pentru a determina valoarea reală a titlurilor și a patrimoniului emitentului în ansamblu, adică actualizarea valorii patrimoniului sau activelor luate la evidență în perioade precedente în scopul apropierii acestora la valoarea curentă. Menționăm că evaluarea administrativă nu are ca scop stabilirea prețului de piață;
- b) *economică* – efectuată pentru determinarea valorii de piață a companiei, activului, sau bunului la un anumit moment.

În literatura de specialitate recentă este formulată următoarea definiție a valorii:

Valoarea este un concept economic, care se referă la relația monetară dintre bunurile și serviciile destinate cumpărării/vânzării și cei care le cumpără/vând. Valoarea este o opinie care arată cât prețuiesc bunurile și serviciile la un anumit moment, în concordanță cu o anumită definiție a valorii [9].

În acest context, cu referință la acțiuni, pot fi analizate următoarele tipuri de valoare:

✓ *Valoarea de piață* este suma estimată pentru care un activ (acțiune) ar putea fi schimbat, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere și un vânzător hotărât să vândă, într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare), după un marketing adecvat, în care fiecare parte a acționat în cunoștință de cauză și fără constrângere [10].

Valoarea de piață – valoarea activului (acțiunii) determinată de confruntarea pe piața deschisă, activă, transparentă și competitivă a cererii și ofertei. Pe piața organizată această valoare este prezentată prin intermediul cursului bursier, influențat de:

- a) situația economico-financiară a emitentului, caracterizată de rata de creștere/diminuare a rezultatelor financiare ale emitentului în dinamică și ponderea sumelor îndreptate spre plata dividendelor în totalul profitului net înregistrat;
- b) trendul de evoluție a pieței bursiere naționale și internaționale;
- c) fenomene tehnice specifice pieței bursiere care, ca rezultat, influențează cererea și oferta.

✓ *Valoarea justă* (fair value) – suma estimată pentru care un activ (acțiune) ar putea fi schimbat între un cumpărător hotărât să cumpere și în cunoștință de cauză și un vânzător hotărât să vândă și în cunoștință de cauză, într-o tranzacție liberă (nepărtinitoare) [11].

✓ *Valoare de investiție*, calculată conform anumitor criterii determinate de investitor sau grup de investitori asupra unui activ și servicii interesate, și anume: valoarea de investiție reprezintă valoarea proprietății pentru un anumit investitor, pentru o categorie de investitori sau pentru obiective (scopuri) de investiții identificate. Această noțiune implică din start o nuanță de subiectivism, fapt care însă nu poate fi exclus atunci când deciziile sunt luate de oameni, cărora le este specific comportament, emoții, reacții, cunoștințe diferite.

✓ *Valoarea de utilizare* – valoarea cu care un anumit activ (acțiune) sau parte din firmă contribuie la valoarea întreprinderii din care face parte, fără a avea în vedere cea mai bună utilizare sau suma ce s-ar obține prin vânzarea acestuia.

✓ **Valoarea de lichidare sau de vânzare forțată** – suma care poate fi încasată în mod rezonabil în urma vânzării unei proprietăți (acțiunii) într-o perioadă de timp prea scurtă pentru a fi conformă cu perioada de timp specificată în definiția valorii de piață. Legislația unor state poate să prevadă faptul că în asemenea tranzacții vânzătorul poate fi obligat de a vinde, cumpărătorul fiind conștient de dezavantajul vânzătorului.

✓ **Valoarea pentru garanții bancare** – valoarea unei proprietăți determinată de un evaluator care efectuează o evaluare prudentă a vandabilității viitoare a proprietății, pe baza luării în considerare a aspectelor mentenabile pe termen lung ale proprietății, a condițiilor normale și a celor locale ale pieței, a utilizării curente și a utilizărilor alternative adecvate ale proprietății.

✓ **Valoarea afacerii** – 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 la afacerea totală, nu însă în funcție de valoarea de piață însumată a componentelor ei [12].

✓ **Valoarea afacerii (a unei întreprinderi în funcționare)** – valoarea generată de activitatea ei comercială dovedită. Ea este expresie a unei afaceri stabile și rezultă din analiza cash-flow-ului actualizat sau din capitalizarea profiturilor, care reflectă cifra de afaceri și eventualele datorii viitoare condiționale. Valoarea astfel calculată include contribuția clădirilor, terenurilor, mașinilor, echipamentelor, goodwill-ul și alte intangibile [13].

✓ **Valoarea nominală** – valoarea acțiunii determinată prin raportarea capitalului social al societății emitente la numărul acțiunilor emise și plasate. În acest context, valoarea nominală este o valoare pur convențională, deoarece se stabilește în funcție de aporturile fiecărui asociat în capitalul social și este utilizată la determinarea cotei de remunerare a acționarilor conform rezultatelor financiare de activitate a societății emitente.

✓ **Valoarea patrimonială** – reprezentată prin valoarea contabilă și valoarea intrinsecă:

a) **valoarea contabilă** – reprezintă partea din activele nete³ ale societății emitente ce revine la o acțiune aflată în circulație;

b) **valoarea intrinsecă** – reprezintă valoarea activelor nete corectate cu sumele rezervelor sau pierderilor de active latente ce revin la o acțiune⁴. Valoarea intrinsecă mai poate fi calculată prin utilizarea capitalului propriu al întreprinderii, acesta fiind o reflecție a activelor nete, datorită regulii dublei înregistrări a contabilității. Într-o economie de piață cu ritmuri stabile de dezvoltare, în cazul corelării permanente a valorii activelor societății emitente cu prețurile de piață, valoarea intrinsecă este o valoare utilizată imediat în cazul lichidării acesteia, reprezentând dreptul acționarilor (ce revine la o acțiune) asupra activelor emitentului.

✓ **Valoarea negociată** – sau prețul de emisiune, determinat prin suplینirea la valoarea nominală a acțiunilor societății emitente a primei de emisiune⁵, astfel emitentul înregistrând un aport suplimentar la capital.

✓ **Valoarea de rentabilitate** – reprezintă valoarea capitalului fructificat (fie dividende, fie profit net) la o acțiune a societății emitente în raport cu rata medie a dobânzii bancare pe piață. Rezultatele sunt reprezentative dacă se va compara valoarea de rentabilitate (V_r) cu valoarea de piață a acțiunilor (V_p), astfel:

a) dacă $V_r > V_p$, titlurile sunt subestimate de piață și se poate anticipa creșterea pe viitor a cursului, ceea ce servește semnal de deschidere a unei poziții long (de cumpărare) pentru acțiuni;

b) dacă $V_r < V_p$, titlurile sunt supraestimate de piață și se anticipează scăderea cursului bursier al acestora pe viitor, ceea ce servește semnal de deschidere a unei poziții short (de vânzare).

Valoarea de rentabilitate poate fi interpretată ca *valoare financiară*, fiind determinată ca raport între dividendul achitat pentru o acțiune și rata medie a dobânzii bancare pe piață și *valoare de randament* – calculată ca raport între profitul net repartizat ce revine la o acțiune și rata medie a dobânzii bancare pe piață.

✓ **Valoarea estimativă** – valoarea determinată de estimator în rezultatul analizei detaliate a pieței, titlurilor similare și parametrilor interni ai companiei ale cărei titluri sunt supuse evaluării.

✓ **Valoarea de schimb** – valoarea la care un bun poate fi schimbat cu alt bun în condițiile păstrării utilității, necesității și a satisfacției.

³ Activele nete ale societății emitente reprezintă totalitatea activelor scutite de datorii, adică valoarea totală a activelor luate la evidență este diminuată cu valoarea datoriilor emitentului pe termen scurt și lung. Din punct de vedere contabil, activele nete vor fi egale cu valoarea capitalului propriu, acesta reprezentând sursele proprii de finanțare.

⁴ Active latente sunt totalitatea mijloacelor financiare rezervate pentru acoperirea expunerilor la diverse riscuri și cheltuieli care nu au fost înregistrate în exercițiul încheiat și care nu au fost incluse în conturile de venituri.

⁵ Prima de emisiune – totalitatea cheltuielilor suportate de emitent pentru a emite și plasa titlurile, în cazurile unui interes investițional sporit fiind aplicate adaosuri suplimentare.

Din punctul de vedere al **marketingului**, valoarea unui bun poate fi definită ca o mărime atât cantitativă, cât și calitativă. Aspectul calitativ al valorii este conceput prin mărimea profitului perceput ca rezultat al emoțiilor, condițiilor fizice și intelectuale ale individului și al influenței factorilor sociali, economici, culturali, politici etc. Sub aspect cantitativ, valoarea reprezintă mărimea profitului măsurabil în termeni economici ca date financiare, procente, unități monetare. În rezultat, se supun examinării trei componente: valoarea, prețul și costul. Interacțiunea acestora determină în final corelația dintre valoare și preț, fapt ce determină existența bunurilor cu preț înalt și valoare nesemnificativă și a bunurilor cu preț redus și valoare indiscutabilă.

În conformitate cu prevederile **Asociației Naționale a Evaluatorilor din România (ANEVAR)**:

Valoarea de piață reprezintă suma *estimată* pentru care o anumită proprietate ar putea fi schimbată, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere și un vânzător hotărât să vândă, într-o tranzacție echilibrată, după un marketing adecvat, în care fiecare parte vinde/achiziționează în deplină cunoștință de cauză, în mod prudent și fără constrângere. Această noțiune întru totul corespunde prevederilor stabilite de International Valuation Standards Comitee (IVSC) și The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) și prezintă o serie de elemente, și anume:

- a) **suma estimată** – prețul estimat în termeni monetari pentru o anumită proprietate;
- b) **valoarea de piață** – cel mai probabil preț care poate fi obținut în mod rezonabil de un vânzător și cel mai avantajos preț obținut de un cumpărător;
- c) **proprietatea poate fi schimbată** – valoarea este o entitate estimată și nu un preț determinat;
- d) **la data evaluării** – rezultatele evaluării au un anumit termen de „garanție”, astfel schimbarea condițiilor pe piață schimbă rezultatele evaluării;
- e) **un cumpărător hotărât** – participantul pieței nu este forțat de a cumpăra, ci motivat, astfel nu va plăti mai mult decât valoarea de piață a activului;
- f) **un vânzător hotărât** – participantul pieței nu este forțat de a vinde, dar nici dispus să aștepte până la formarea prețului dorit de el pe piață;
- g) **tranzacție echilibrată** – situație în care cele două părți participante în tranzacție au interes sau relații speciale care determină nivelul prețului;
- h) **după un marketing adecvat** – proprietatea se expune pe piață într-o manieră adecvată, într-o perioadă în care este posibil de obținut cel mai bun preț;
- i) **părțile acționează în cunoștință de cauză și prudent** – fiecare parte în tranzacție este bine informată privind natura și caracteristicile proprietății;
- j) **fără constrângeri** – părțile nu sunt obligate de a participa în tranzacție ca urmare a unor conjuncturi sau situații.

În scopul asigurării corectitudinii utilizării tehnicilor de evaluare și a modelelor de evaluare, organele de reglementare și supraveghere ale fiecărui stat elaborează totalitatea normelor legislative necesare evaluatorului în procesul evaluării.

Totodată, nici o prevedere legislativă nu va exclude viziunea cumpărătorului și a vânzătorului asupra modalităților de evaluare și rezultatului final al acesteia. Referindu-ne la acțiuni, acestea reprezentând o parte din capitalul propriu al societății emitente, și anume, capitalul social, menționăm multitudinea operațiunilor ce pot fi efectuate atât cu acțiunile, pe de o parte, cât și cu capitalul, pe de altă parte.

Indiscutabilă rămâne însă influența evaluării atât asupra imaginii de piață a acțiunilor, cât și asupra capitalului societății emitente. Acțiunile fiind reflecția capitalului, implicit a proprietății de care dispune o societate emitentă, trecerea lor de la o persoană la alta schimbă doar proprietarul acesteia și nu capitalul pe care îl reprezintă, păstrându-se mărimea și structura lui. Astfel, în orice transfer de proprietate este utilizat procesul de evaluare, fie că este vorba de niște aprecieri personale, efectuate în baza cunoștințelor acumulate pe piață privind activitatea companiei emitente, trendul acțiunilor, situația din ramură și intuiția, fie că se apelează la serviciile unui evaluator specializat în domeniul determinării prețului estimat al acestora.

Revenind la viziunea cumpărătorului de acțiuni asupra valorii estimative a acestora, menționăm că acesta dorește să valorifice o parte din resursele financiare proprii libere la moment; astfel, operează un plasament de capital, urmărind o anumită rată de rentabilitate, termen de investire sau alte interese. La cumpărarea valorilor mobiliare orice investitor urmărește câteva scopuri:

- a) siguranța operațiunii de investire – protejarea investițiilor de influența factorilor externi de pe piața financiară și stabilitatea înregistrării venitului, deci lipsa riscului de pierdere a capitalului investit;
- b) profitabilitatea investițiilor – posibilitatea de primire a veniturilor curente – dividende, cupoane;

- c) sporul volumului investițional – majorarea volumului de mijloace investite în rezultatul creșterii prețului titlurilor suport procurate. Această creștere poate fi asigurată doar de acțiuni;
- d) lichiditatea investițiilor – posibilitatea de a vinde titlurile deținute repede și fără a suporta pierderi din operațiunea dată.

Din punctul de vedere al vânzătorului, valoarea estimativă este determinată la nivelul în care îi satisface cerințele privind lichidarea patrimoniului deținut, presupunând ca prețul acțiunilor să includă totalitatea avantajelor și dezavantajelor înglobate.

În acest context menționăm două ipoteze [14]:

Ipoteza de lichidare – participanții în tranzacție (cel puțin unul) consideră sau urmăresc scopul de a lichida activul ce constituie obiectul tranzacției. În situația când se negociază acțiunile, se urmărește scopul de a lichida în timpul apropiat societatea emitentă, din diverse motive. Astfel, oricare ar fi tipul de active deținute de societate – invenții, patente, know how, tehnologii, spații etc., ele devin inutile după lichidarea acesteia. De regulă, negocierile în cadrul ipotezei de lichidare asigură un preț scăzut acțiunilor (sau oricăror active) negociate, cu toate că în trecut acestea puteau avea o valoare foarte înaltă.

Ipoteza de continuitate – este valabilă în situațiile când transferul de proprietate duce la valorificarea continuă a activelor companiei, astfel sporind gradul de apreciere, concurență, marketabilitate atât a activelor, cât și a produselor și serviciilor prestate de companie. Această ipoteză oferă areal puternic de dezvoltare a companiei, îndeosebi în cazurile când se negociază pachete majoritare de acțiuni. Aceste pachete acordă deținătorului dreptul de a intra în componența conducerii societății, de a modifica politica de dezvoltare a acesteia, ca rezultat realizând spectrul său de obiective.

În contextul ipotezei de lichidare valoarea acțiunilor este redată de valoarea presupusă de lichidare a societății emitente, după finisarea procedurii fiind realizate fie pierderi, fie câștiguri.

În cazul ipotezei de continuitate a activității companiei, valoarea pachetului de acțiuni este determinată de totalitatea fluxurilor financiare pasibile de obținut în perioade viitoare.

Republica Moldova, ca și alte state foste socialiste, care au preferat procedura de privatizare în masă a patrimoniului statului față de cea contra mijloace bănești, se confruntă cu situația când, după aproape două decenii de activitate conform principiilor economiei de piață, economia țării abia începe a se relansa – cu ritmuri foarte lente, cu impedimente majore și cu un grad foarte scăzut de creștere a bunăstării populației. În asemenea situații, sunt frecvent întâlnite cazurile când rezultatele evaluării sunt influențate de pârgii pur matematice de diminuare a valorii estimative a acțiunilor, precum nivelul sporit al ratelor de actualizare, termenul redus de investire sau lipsa (valori scăzute) cash-flow-urilor. Ca rezultat, valoarea estimativă a acțiunilor poate fi aproape nulă, fapt argumentat de evaluatori prin riscurile aferente investiției (cu referință la rata de actualizare), incertitudine în realizarea fluxurilor financiare viitoare etc.

Referințe:

1. Hartman R.S. The Structure of Value (Structura Valorii), p.204.
2. Markowitz H.M. Portfolio Selection. - New Haven, CT: Yale University Press, 1959, p.176-185.
3. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journal of Finance. - 1964. - №3-19. - P.425-442.
4. Ross S.A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing // Journal of Economic Theory. - 1976. - №3-13. - P.341-360.
5. Cottle S., Murray R.F., Block F.E. Security Analysis (Анализ ценных бумаг). - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
6. Brealey R.A., Myers S.C. Principles of Corporate Finance (Принципы корпоративных финансов). - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
7. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. - 1970. - №25. - P.383-417.
8. Popa A., Dăneț A., Dăneț A. Management financiar. - București: Editura Economică, 2001.
9. Evaluarea întreprinderii. - București: ASE, 2006.
10. Sursa: International Valuation Standards Comitee (IVSC) și The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA).
11. Standardul Internațional de Contabilitate 16 (International Accounting Standards 16).
12. Sursa: International Valuation Standards Comitee (IVSC).
13. Sursa: The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) stipulată în Ghidul Albastru.
14. Popa A., Dăneț A., Dăneț A. Management financiar. - București: Editura Economică, 2001.