



UNIVERSITATEA „BABEȘ-BOLYAI”
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
ȘCOALA DOCTORALĂ: ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA
AFACERILOR

REZUMATUL TEZEI DE DOCTORAT
CERCETĂRI PRIVIND EVALUAREA
ENTITĂȚILOR ECONOMICE

Conducător științific:

Prof. univ. dr. Nistor E. Ioan

Student-doctorand:

Avram (căs. Șandru) Ancuța-Raluca

CLUJ-NAPOCA

2014

CUVINTE CHEIE

entitate economică, valoarea entității economice, evaluarea entităților economice, abordarea prin capitalizarea bursieră, valoarea creată pentru acționari, managementul bazat pe valoare, valoarea de piață adăugată, capitalul intelectual, indicatori de măsurare a performanței activității manageriale, indicatori ai situației financiare, modelare de tip panel

CUPRINSUL REZUMATULUI TEZEI DE DOCTORAT

CUVINTE CHEIE	2
CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT	4
INTRODUCERE.....	6
IMPORTANȚA ȘI MOTIVAȚIA CERCETĂRII	8
METODOLOGIA CERCETĂRII	10
CONȚINUTUL SUCCINT AL TEZEI DE DOCTORAT.....	14
CONCLUZII FINALE, APORTUL PERSONAL ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII.....	20
BIBLIOGRAFIE.....	28

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

INTRODUCERE

1. VALOAREA: DE LA GENERAL LA PARTICULARUL ENTITĂȚILOR ECONOMICE

1.1 ASPECTE TEORETICE PRIVIND VALOAREA ENTITĂȚII ECONOMICE

1.1.1. VALOAREA: CONCEPT ȘI TIPOLOGIE

1.1.2. ENTITATEA ECONOMICĂ - OBIECT AL EVALUĂRII ȘI SURSĂ CREATOARE DE VALOARE

1.2. PROBLEMATICA VALORII PENTRU ACȚIONARI

1.2.1. VALOAREA PENTRU ACȚIONARI ȘI CREAREA DE VALOARE ÎN FOLOSUL ACESTORA

1.2.2. VALOAREA PENTRU ACȚIONARI VERSUS VALOAREA PENTRU PĂRȚILE INTERESATE

1.3. MANAGEMENTUL BAZAT PE VALOARE

2. FUNDAMENTE TEORETICE PRIVIND VALOAREA DE PIAȚĂ ADĂUGATĂ

2.1. ABORDĂRI PRIVIND MĂSURAREA VALORII CREATE PENTRU ACȚIONARI

2.2. VALOAREA DE PIAȚĂ ADĂUGATĂ - MVA

2.3. ASPECTE PRIVIND EVALUAREA ENTITĂȚILOR ECONOMICE PRIN INTERMEDIUL VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

2.3.1. INCURSIUNE ÎN EVALUAREA ENTITĂȚILOR ECONOMICE

2.3.2. EVALUAREA ENTITĂȚILOR ECONOMICE PRIN CAPITALIZAREA BURSIERĂ

2.4. APLICABILITATEA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE PENTRU ENTITĂȚILE ECONOMICE COTATE DIN ROMÂNIA

3. PRINCIPALELE DIRECȚII DE ANALIZĂ A VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

3.1. EXPLICAREA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE DIN PERSPECTIVA CAPITALULUI INTELECTUAL

3.1.1. DEFINIREA CAPITALULUI INTELECTUAL

3.1.2. CAPITALUL INTELECTUAL ȘI VALOAREA CREATĂ

3.1.3. INDICATORI DE MĂSURARE A CAPITALULUI INTELECTUAL

3.2. DIAGNOSTICUL – ETAPĂ PREMERGĂTOARE ESTIMĂRII VALORII

3.2.1. NECESITATEA ȘI ROLUL DIAGNOSTICULUI

3.2.2. TIPOLOGIA DIAGNOSTICULUI

3.2.3. DIAGNOSTICUL FINANCIAR – CONTABIL ȘI INDICATORII DE EXPRIMARE

4. FACTORI DE INFLUENȚĂ A VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

4.1. METODOLOGIA CERCETĂRII

4.2. AREALUL DE REFERINȚĂ

4.3. DETERMINANȚII AI VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

4.3.1. CAPITALUL INTELECTUAL – FACTOR EXPLICATIV AL VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

4.3.2. PERFORMANȚA ACTIVITĂȚII MANAGERIALE – FACTOR EXPLICATIV AL VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

4.3.3. INDICATORII SITUAȚIEI FINANCIARE – FACTORI EXPLICATIVI AI VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

5. STUDIU EMPIRIC ASUPRA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE LA NIVELUL ENTITĂȚILOR ECONOMICE COTATE LA BVB

5.1. RELEVANȚA INDICATORILOR DE MĂSURARE A CAPITALULUI INTELLECTUAL ASUPRA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

5.1.1. ALEGEREA VARIABILELOR

5.1.2. DESCRIEREA REGRESIEI

5.1.3. REZULTATE EMPIRICE

5.1.4. INTERPRETAREA REZULTATELOR

5.2. RELEVANȚA INDICATORILOR DE MĂSURARE A PERFORMANȚEI ACTIVITĂȚII MANAGERIALE ASUPRA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

5.2.1. SELECTAREA VARIABILELOR

5.2.2. DESCRIEREA REGRESIEI

5.2.3. REZULTATELE EMPIRICE

5.2.4. INTERPRETAREA REZULTATELOR

5.3. RELEVANȚA INDICATORILOR SITUAȚIEI FINANCIARE ASUPRA VALORII DE PIAȚĂ ADĂUGATE

5.3.1. ALEGEREA VARIABILELOR

5.3.2. DESCRIEREA REGRESIEI

5.3.3. REZULTATELE REGRESIEI

5.3.4. INTERPRETAREA REZULTATELOR

CONCLUZII FINALE, APORTUL PERSONAL ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII

BIBLIOGRAFIE

LISTA ABREVIERILOR

LISTA TABELELOR

LISTA GRAFICELOR

LISTA FIGURILOR

ANEXE

INTRODUCERE

Contextul general al cercetării prezintă perioada 2006-2013, ca fiind o perioadă foarte interesantă pentru economia mondială, din punct de vedere al complexității evenimentelor desfășurate pe plan internațional.

Criza financiară și economică, ale cărei prime semnale se constatau în 2006 în SUA, pare să fie fără precedent în ultima jumătate de secol. Aceasta a determinat ca recesiunea economică să se extindă în SUA, Europa și Japonia și se conturează a fi mult mai dureroasă decât căderea economică din 1981-1982. O masivă scădere a încrederii atât la nivelul sectorului de afaceri, cât și la nivelul consumatorilor, ambele răspunzând prin restrângerea cheltuielilor, este în plină derulare.

România, între anii 2006-2013, traversează o perioadă încărcată de evenimente: tendința globalizării economice, aderarea la Uniunea Europeană, criza internațională financiară și economică. La toate acestea se adaugă un sistem economic, politic și social aflat încă în curs de formare, care încearcă să se îndepărteze de practica și gândirea comunistă de dinainte de 1989. Trebuie să mai precizăm faptul că România a parcurs un drum dificil, deși preponderent ascendent, marcat de profunde transformări pe toate planurile, din 1995, când a depus cererea de aderare la Uniunea Europeană, până în 2007, când acest demers a fost finalizat favorabil.

Astăzi, entitățile economice din România se confruntă cu un mediu de afaceri provocator, determinat de creșterea prețului resurselor și scăderea cererii. Dar noua teorie modernă, susține Helmut Gottlieb, membru al Consiliului de administrație al Citigroup, Frankfurt, nu consideră conjunctura economică în care ne aflăm, recesiunea, ca fiind o catastrofă, ci o șansă pentru viitor: când factorii de producție sunt insuficienți și costisitori, iar profitul companiei scade pe o lungă perioadă de timp, toate acestea declanșează un nou proces de căutare a unor alte surse potențiale de dezvoltare și a altor metode de producție.

În acest context, „*cunoașterea* devine resursa de bază, dar și sursa puterii, a prestigiului și a bunăstării. Cunoașterea devine un factor distinct de avantaj concurențial și un criteriu de apreciere a bogăției unei națiuni...O creștere inteligentă înseamnă accentuarea rolului cunoașterii și inovației ca motor al viitorului european, creșterea performanței cercetării, promovarea transferului de inovație și cunoaștere în cadrul Uniunii. Cercetarea și inovația trebuie să fie la originea noilor produse și servicii, să favorizeze creșterea și ocuparea, să permită noi răspunsuri la provocările sociale actuale.” (Niculescu & Nicolae, 2011)

Componenta esențială a dinamicii vieții economice este *entitatea economică*, iar dimensiunea fundamentală a acesteia a devenit *valoarea*. Contextul actual al situației economice românești și internaționale relevă o preocupare din ce în ce mai mare spre identificarea entităților economice „*valoroase*”. Valoarea și generarea de valoare, devine, acum, punctul de maxim interes al proprietarilor, al managementului, al celorlalți angajați și, bineînțeles, al investitorilor.

Așezând alături conceptul cunoașterii, ca resursă de bază, și conceptul entității economice, ca element esențial al dinamicii economice, putem susține că valoarea unei

entități economice poate fi generată de valoarea activelor intangibile, care de multe ori nu sunt înregistrate în contabilitate. Acestea reprezintă, în ultimii ani, motorul de dezvoltare a entităților și a economiei, per ansamblu. (Starovic & Marr, 2007)

Totodată, în domeniul estimării valorii unei entități economice, *valoarea creată pentru acționari* reprezintă un indicator al performanței și al bunăstării pe termen lung. Entitățile economice se află, astfel, „constrânse” să demonstreze că ele creează valoare pentru acționari, mai ales acum, în contextul globalizării, situație în care investitorul poate cauta oportunități de fructificare a resurselor sale chiar și pe piețele străine și în contextul în care conceptul de guvernanță corporativă ia amploare, iar proprietarii entităților economice cer managementului să își justifice recompensele prin valoare și bunăstare creată.

„O întreprindere creatoare de valoare reușește să atingă o optimizare în timp a performanțelor bazându-se pe un model viabil de afacere, pe strategii corelate care aduc un avantaj concurențial pe termen lung. Astfel, se vor obține cash flow-uri previzionate pozitive și superioare costului capitalului, rentabilități superioare pentru acționari, remunerații superioare pentru manageri și angajați, loialitate din partea furnizorilor și a clienților, acces ușor la creditare”. (Radici, 2010)

Din această perspectivă, conceptul de *management bazat pe valoare* poate fi definit ca abordarea artei de a organiza și a conduce, care aliniază aspirațiile globale ale entității economice, tehnicile analitice și procesele de management cu deciziile de management luate, ținând cont de factorii de influență ai valorii. Acest tip de management trebuie să ajute compania în direcția maximizării valorii. (Koller, 1994)

Contextul internațional și european reliefează adoptarea „managementului bazat pe valoare” la nivelul firmelor de consultanță financiară, dar și la cel al entităților economice. Există puține date statistice referitoare la adoptarea și la implementarea acestui concept la nivelul entităților economice românești. Totuși, mediul academic român este preocupat de cercetarea și susținerea implementării acestui concept. Site-urile de specialitate și cele ale unor entități economice, în principal marile companii, marile grupuri și multe companii listate la Bursa de Valori București, indică adoptarea cu succes a acestui concept.

Totodată, valoarea și procesul de estimare al acesteia constituie „inima finanțelor. În domeniul finanțelor corporative, vorbim despre cum este mai bine să creștem valoarea afacerilor, prin a face schimbări în deciziile de investiții, de finanțare și în politica de dividende. În managementul portofoliilor, se folosesc resurse în încercarea de a găsi afaceri care se comercializează la o valoare mai mică decât cea reală, sperând să genereze apoi profit când prețurile converg în valoare. În studiul eficienței piețelor, se analizează dacă prețul pieței deviază de la valoare și, dacă deviază, se caută să se vadă cât de repede revine. Înțelegerea a ceea ce determină valoarea unei firme și cum se estimează acea valoare, pare să fie o condiție esențială în deciziile sensibile de marketing.” (Damodaran, 2005)

Astfel, valoarea entităților economice devine punctul de întâlnire a mai multor axe, dintre care cele principale sunt: capitalul intelectual, managementul bazat pe valoare și prețul acțiunilor lor pe o piață reglementată.

IMPORTANȚA ȘI MOTIVAȚIA CERCETĂRII

Justificarea importanței și motivației cercetării valorii entităților economice este susținută, în primul rând, de faptul că evaluarea a devenit noul motor al funcționării economiei și, în special, al piețelor financiare.

Simțim ca important de menționat punctul de vedere al lui Aswath Damodaran (2002), conform căruia orice activ, financiar sau imobiliar, are o valoare, iar noi dezvoltăm spunând că orice activ sau entitate economică trebuie evaluată la un moment dat și cu un anumit scop.

Importanța și necesitatea stabilirii valorii entității economice, pentru fiecare parte interesată, este diferită, dar la fel de puternică. Astfel, cei interesați de rezultatul evaluării pot fi: deținătorii de capital sau investitorii, asociații sau acționarii, băncile, fondurile și instituțiile de plasament, societățile de asigurare, furnizorii și clienții entității, salariații și statul. (Dumitrescu, Dragotă, & Ciobanu, 2002)

Având în vedere teoriile valorii, tipurile acestora și importanța ei în bunul mers al economiei, în cercetarea noastră vom privi *valoarea unei entități economice din perspectiva valorii create pentru acționari*.

De ce este această valoare așa de importantă? Deoarece orice investitor care plasează bani într-o entitate economică va aștepta un câștig financiar în schimb și se va orienta spre o entitate care creează câștig financiar pentru acționarii ei.

În cercetarea realizată, ne aliniem direcției de gândire conform căreia unii cercetători în domeniu susțin că o entitate care nu maximizează valoarea pentru acționari, nu va satisface interesul de valoare nici pentru celelalte grupuri de interesați. (Rappaport, 1998) Cu alte cuvinte, așteptările părților interesate în entitatea economică sunt reprezentate în *abordarea valorii pentru acționari*. Astfel, prin maximizarea acestei valori, companiile devin mai atractive pentru investitorii actuali și potențiali, pentru angajați, clienți, furnizori sau alți deținători de participații în companie.

Ideea creării valorii pentru acționari este condiționată de asigurarea fluxurilor de numerar pe termen lung și este realizată atunci când câștigurile pe termen lung sunt mai mari decât costul capitalului. În ceea ce privește entitatea cotate pe o piață de capital, literatura de specialitate atrage atenția asupra faptului că atunci când valoarea pentru acționari este creată, prețul acțiunilor firmei respective reflectă acea valoare.

„În condițiile unei piețe eficiente (ipoteză implicită a teoriei financiare neoclasică) valoarea firmei estimată prin actualizarea cash flow-urilor disponibile viitoare ce vor rezulta din derularea activității sale, tinde către valoarea de piață a capitalurilor investite în întreprindere. Din această perspectivă, majorarea cursului acțiunilor unei întreprinderi are ca principal determinant performanțele ridicate ale acesteia (pe termen scurt și lung) și este rezultatul creării de valoare pentru acționari”. (Ciobanu, 2006)

Astfel, aplecarea spre cercetarea valorii create pentru acționari este susținută și de puternica dezbateră actuală în ceea ce privește valoarea acțiunilor unei entități economice și puternicul interes în capitalul intelectual.

Conjunctura economică actuală a României justifică foarte bine alegerea valorii create pentru acționari ca subiect principal al prezentei lucrări, deoarece investitorii sunt preocupați, mai mult ca oricând, să descopere entitățile economice cele mai performante pe termen lung și să identifice aspectele care determină valoarea creată pentru acționari. Totodată, mulțumirea acționarilor reflectă bunul mers al afacerii și un potențial ridicat de mulțumire al tuturor părților interesate.

METODOLOGIA CERCETĂRII

Cercetările pe care le-am realizat se bazează pe o metodologie interdisciplinară și doresc a răspunde la întrebarea, care constituie și obiectivul general al acestora: *ce reflectă și ce determină valoarea creată pentru acționari, văzută ca valoare estimată a unei entități economice?* Obiectivele specifice care ajută la clarificarea întrebării ridicate de obiectivul general sunt:

- identificarea și definirea conceptului de valoare a entității economice;
- clarificări conceptuale privind estimarea valorii create pentru acționari, mai exact a valorii de piață adăugate;
- clarificări teoretice a principalelor direcții de explicare a valorii de piață adăugate (capitalul intelectual și indicatorii diagnosticului financiar-contabil, aceasta din urmă detaliindu-se în două direcții de analiză: indicatorii de măsurare a performanței activității manageriale și indicatorii situației financiare);
- identificarea principalelor variabile explicative ale valorii de piață adăugate cu ajutorul studiilor empirice realizate până în prezent în literatura națională și internațională;
- identificarea factorilor relevanți în explicarea valorii de piață adăugate pentru entitățile economice cotate la Bursa de Valori București și testarea ipotezelor aferente studiilor empirice realizate.

Scopul aflării răspunsului la întrebarea primordială a tezei intitulată „Cercetări privind evaluarea entităților economice” este de a ajuta investitorii potențiali și toate părțile interesate în estimarea valorii unei entități economice să identifice, într-un mod eficient, entitatea „cea mai valoroasă”, pe de o parte, iar pe de altă parte, să identifice factorii esențiali care determină această valoare.

În studiul de față, am pornit de la ideea conform căreia valoarea unei entități economice se află la intersecția următoarele axe de gândire:

- acționarii și investitorii, precum și toate celelalte părți interesate, atunci când doresc informații despre situația prezentă și potențialul entităților, caută să determine, în primul rând, valoarea creată pentru acționari;
- pentru satisfacerea intereselor părților interesate în valoarea și bunul mers al activității unei entități economice este nevoie să se respecte condiția: crearea de valoare în folosul acționarilor respectivei entități;
- informațiile de pe piața firmelor cotate sunt utilizate în procesul estimării valorii tuturor entităților cotate și necotate. „Valoarea estimată prin referințe bursiere este un reper în intervalul de valori și unul dintre pilonii raționamentului utilizat de evaluator în procesul de valorizare” (Dumitrescu, Dragotă, & Ciobanu, 2002, p. 192).

Am realizat o cercetare de tip „conexiune inversă” și am propus câteva versiuni aplicative de construcții pentru tema abordată, aliniindu-ne în gândire celor care susțin teoria piețelor eficiente. Astfel, am ales pentru estimarea valorii create pentru acționari *valoarea de piață adăugată, MVA* și am identificat factorii determinanți ai acestei valori din trei direcții de analiză.

Axiomele și principiile de bază ale cercetării științifice realizate se înscriu în curentul epistemologic care are la bază *teoriile pozitiviste*. Astfel, demersul nostru implică următoarele tipuri de cercetare: pură, predictivă și aplicativă. Am realizat observații empirice asupra fenomenelor relevante pe baza cărora este definită problematica valorii create pentru acționari. După colectarea informațiilor și formularea ipotezelor, am procedat la testarea independentă, iar metoda cercetării utilizată este metoda inducției.

Cercetarea pură este o cercetare fundamentală care ne ajută la înțelegerea fenomenelor, evenimentelor, tranzacțiilor și proceselor specifice temei abordate. Astfel, am reușit să punem bazele teoretice pentru înțelegerea entității economice, ale valorii acesteia, ale metodelor de determinare a valorii și a modului în care aceasta este percepută de către cei interesați, în cazul nostru investitorii actuali și potențiali, managementul și, probabil, cei care dezvoltă și stabilesc standardele contabile și de raportare financiară.

Pentru atingerea obiectivelor propuse, am utilizat *cercetarea predictivă*, folosindu-ne de structurile formale existente pentru a anticipa legătura dintre valoarea entităților economice și factorii considerați relevanți în explicarea acesteia din perspectiva capitalului intelectual, a indicatorilor de performanță managerială și a poziției financiare.

Totodată, pentru identificarea factorilor determinanți ai valorii create pentru acționari, *cercetarea instrumentalistă sau aplicativă* ne-a ajutat la aflarea soluțiilor practice pentru estimarea valorii entităților economice listate la BVB.

Stadiul cunoașterii, aferent problematicii în discuție, l-am realizat prin consultarea bazelor de date cu lucrări de cercetare în domeniu, în special cele ale Bibliotecii Universității din Viena (Universitat Wien Bibliothek), ale Bibliotecii Publice din Viena (Vienna City Library – Wienbibliothek im Rathaus) și ale Bibliotecii Universității III din Aix-Marseille (University of Aix-Marseille III Libraries).

În vederea atingerii obiectivelor stabilite, cercetarea întreprinsă este de natură descriptivă și explicativă, de natură fundamentală - teoretică și aplicativă – empirică, iar tehnicile utilizate sunt de natură calitativă și cantitativă.

Cercetarea calitativă ne-a ajutat la prezentarea și argumentarea anumitor concepte, astfel încât să obținem cele mai temeinice explicații ale fenomenelor și proceselor cercetate. Astfel, tema abordată generează un set de întrebări la care am încercat să răspundem într-o manieră cât mai coerentă și logică, unele dintre obiectivele cercetării avându-și răspuns printr-o cercetare calitativă.

Cercetarea cantitativă am utilizat-o pentru a măsura conceptele și relațiile dintre valoarea creată pentru acționari și capitalul intelectual, rezultatele activității manageriale și indicatorii situațiilor financiare ale entității economice. Tot cu ajutorul cercetării cantitative am reușit să măsurăm variabilele și indicatorii generați de aceste concepte.

Analiza factorilor de influență ai MVA s-a realizat prin utilizarea datelor tip panel. Pentru fiecare din cele trei perspective/direcții de analiză a factorilor de influență ai

MVA, în cercetarea noastră, testul Hausmann recomandă utilizarea modelului cu efecte aleatoare. Am folosit modele cu efecte aleatoare de forma :

$$Y_{it} = a + bX_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it}$$

Unde,

i indexează entitățile economice;

t indexează anul,

Y este variabila endogenă;

X este vectorul variabilelor explicative;

u_{it} termenul de eroare între entități;

ε_{it} termenul de eroare în cadrul entităților.

Cercetările cantitative dezvoltate în cadrul acestei teze de doctorat se concretizează în trei studii empirice care vizează validarea ipotezelor de cercetare aplicativă prestabilite și are în vedere entitățile economice, nefinanciare și nebankare, ale căror valori mobiliare sunt admise pentru tranzacționare pe o piață reglementată, Bursa de valori București, analiza având în vedere perioada 2006-2013. Pentru realizarea studiilor de caz, am utilizat informațiile financiare privind entitățile economice analizate din următoarele surse: baza de date AMADEUS (Analyse Major Database from European Source, din cadrul bazei de date internaționale Bureau van Dijk), site-ul BVB și site-ul fiecărei entități economice din eșantionul analizat. Aceste date au fost prelucrate cu ajutorul programului de statistică științifică SPSS.

Metoda inductivă a fost baza interpretării rezultatelor testării ipotezelor formulate, aferente studiilor de caz realizate:

➤ ***Ipoteza 1: Capitalul intelectual poate fi factor explicativ al valorii de piață adăugate.***

Ipoteza 1.1. Contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității economice este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.2. Rata de creștere a immobilizărilor este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.3. Valoarea immobilizărilor necorporale este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.4. Satisfacția clienților este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.5. Coeficientul valorii adăugate a capitalului intelectual este semnificativ și pozitiv corelat cu valoarea de piață adăugată.

ipoteza 1.6. Numărul mediu de angajați este semnificativ și pozitiv corelat cu valoarea de piață adăugată.

ipoteză: 1.7. Eficiența capitalului uman este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.8. Satisfacția angajaților este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

ipoteză: 1.9. Tipul activității entității economice este semnificativ și pozitiv corelat cu valoarea de piață adăugată.

➤ ***Ipoteza 2: Performanța activității manageriale poate fi factor explicativ al valorii de piață adăugate.***

Ipoteza 2.1. Rentabilitatea activelor este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.2. Rentabilitatea totală obținută de acționari este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.3. Rentabilitatea activului net este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.4. Marja brută este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.5. Câștigurile pe acțiune reprezintă o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.6. Deținerea unui certificat ISO9001 este o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

➤ ***Ipoteza 3: Valoarea de piață adăugată reflectă situația financiară a entităților economice.***

Ipoteza 3.1. Profitul net este o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 3.2. Solvabilitatea patrimonială este o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 3.3. Lichiditatea generală este o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

CONȚINUTUL SUCCINT AL TEZEI DE DOCTORAT

În ceea ce privește conținutul succint al tezei de doctorat, menționăm că lucrarea prezentă este structurată în așa fel încât să faciliteze înțelegerea temei abordate, a obiectivelor stabilite, a ipotezelor, a interpretării rezultatelor și a concluziilor formulate.

În *Capitolul 1*, intitulat *„Valoarea: de la general la particularul entităților economice”*, prezentăm cadrul conceptual din care face parte valoarea creată pentru acționari. Astfel, definirea și importanța entității economice și a valorii entităților economice au fost primele aspecte dezbătute.

Problematika valorii pentru acționari a fost prezentată sub două aspecte: crearea de valoare pentru acționari și crearea de valoare pentru părțile interesate. Ne-am poziționat în gândire pe axa celor care susțin crearea de valoare pentru acționari ca fiind obiectivul primordial al entității economice și bază a creării de valoare pentru părțile interesate, deoarece am privit compania ca fiind definită de ansamblul relațiilor create între proprietari, angajați, clienți, furnizori etc. Totodată, în lucrarea de față, ne-am oprit atenția asupra entităților economice ale căror acțiuni sunt admise spre tranzacționare pe o piață reglementată, pe o bursă a valorilor mobiliare.

Conceptul creării valorii pentru acționari l-am ancorat, apoi, în mijlocul conceptului managementul bazat pe valoare, deoarece acesta reprezintă acea abordare de management care acționează în scopul creării de valoare, în special al creării de valoare pentru acționari.

Întrucât valoarea creată pentru acționari cunoaște mai multe modalități de exprimare, în *Capitolul 2*, *„Fundamente teoretice privind valoarea de piață adăugată”*, am prezentat abordările, subliniate de literatura de specialitate, privind măsurarea acestei valori. Dintre acestea, ne-am oprit atenția asupra valorii de piață adăugate ca modalitate de exprimare a valorii create în folosul acționarilor, poziționându-ne pe axa de gândire a teoriilor pieței eficiente, din perspectiva cărora, valoarea de piață a capitalurilor proprii exprimă valoarea actualizată a fluxurilor de numerar viitoare ale unei entități economice.

Deoarece am considerat valoarea de piață adăugată ca fiind „un tip de valoare” al entității economice, am descris procesul de estimare al valorii entităților economice din acest punct de vedere și am așezat valoarea de piață adăugată ca fiind o metodă de estimare a valorii unei entități economice care face parte din abordarea prin capitalizarea bursieră.

Valoarea de piață adăugată am calculat-o ca diferență între capitalizarea bursieră a unei entități și valoarea contabilă a capitalurilor proprii, arătând ce valoare a adăugat piața pentru respectiva entitate economică peste valoarea de aport adusă de către acționari.

Aplicabilitatea valorii de piață adăugate la nivelul entităților economice din România ale căror acțiuni sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată, a reprezentat abordarea finală a conceptului de creare a valorii pentru acționari din capitolul 2, dat fiind modul de exprimare al acestei valori și faptul că cercetarea aplicativă a acestei teze are ca „material de lucru” entitățile cotate la BVB.

Deoarece capitalul intelectual este definit ca sursă a puterii, a prestigiului și a bunăstării unei entități economice, cunoașterea devine un factor distinct de avantaj concurențial și un criteriu de apreciere a bogăției unei companii. Literatura de specialitate definește crearea de valoare pentru acționari, sub aspectul de exprimare extern – valoarea de piață adăugată-, prin utilizarea eficientă a capitalului intelectual. Astfel, **Capitolul 3, „Principalele direcții de analiză a valorii de piață adăugate”**, prezintă și dezbate aspectele teoretice legate de această resursă a unei entități economice și valoarea creată de aceasta în folosul acționarilor.

Tot în acest capitol, prezentăm și diagnosticul financiar-contabil ca fiind o etapă premergătoare estimării valorii, punctând, la final, importanța acestuia în studierea valorii create. Am considerat important a fi discutat acest aspect premergător evaluării, deoarece în procesul de evaluare a unei entități economice, diagnosticul financiar-contabil ajută la identificarea informațiilor pe baza cărora se stabilește starea de sănătate economică a entității evaluate și poziția ei economico-financiară trecută și prezentă, constituind, astfel, o bază solidă pentru estimarea elementelor și variabilelor importante ce trebuie luate în calcul în cazul aplicării diferitelor metode de evaluare. Indicatorii financiari, rezultați în urma diagnosticului financiar-contabil, reprezintă importante instrumente de măsurare a performanțelor entităților economice. Pe baza acestora se pot „citi” și înțelege situațiile financiare ale entităților economice. Indicatorii financiari, astfel amintiți, pun în evidență performanța entității relevată de activitatea managerială și situația financiară a entității economice.

Având în vedere aspectele teoretice reliefate în capitolul 3, am reușit să determinăm principalii factori explicativi ai valorii de piață adăugate, detaliați în **Capitolul 4, „Factori de influență a valorii de piață adăugate”**. Acest capitol întrece stadiul cercetării cu privire la analiza empirică realizată până în prezent cu referire la factorii determinanți ai valorii de piață adăugată, și ne ajută în explicarea alegerii variabilelor explicative luate în considerare în studiile de caz realizate.

Astfel, am stabilit trei perspective de explicare a valorii create pentru acționari: capitalul intelectual, performanța activității manageriale și indicatorii situațiilor financiare.

Investitorii de pe piața de capital sunt mai mult interesați de potențialul unei entități economice, decât de performanțele istorice ale acestora. Iar atenția literaturii de specialitate este îndreptată spre capitalul intelectual, considerând cunoașterea drept cea mai importantă sursă de putere și resursă de bază în realizarea cu eficiență și eficacitate a obiectivelor propuse. Totodată, deținătorii capitalului intelectual sunt considerați a deține avantajul competitiv pe termen lung și o creștere inteligentă, iar investitorii caută să aleagă aceste entități economice în detrimentul celorlalte. Astfel, în capitolul 4, am identificat indicatori de măsurare a capitalului intelectual, certificați prin studii empirice descrise în literatura de specialitate, care explică valoarea creată pentru acționari.

O altă direcție de focalizare a studiilor de specialitate, în ceea ce privește valoarea de piață adăugată, este performanța activității manageriale. Pornind de la analizele empirice naționale și internaționale, care abordează crearea de valoare pentru acționari, lucrarea noastră propune, tot în capitolul 4, câțiva indicatori de măsurare a performanței manageriale care să explice valoarea de piață adăugată a entităților economice. Acești

indicatori, rezultați în urma diagnosticului financiar-contabil, sunt priviți din perspectiva relevanței lor pentru investitorii de pe piața de capital.

Tot în acest capitol, am studiat analizele empirice, existente până în prezent în literatura de specialitate, cu privire la indicatorii situației financiare a entităților economice care ar putea influența crearea de valoare pentru acționari, tot din perspectiva relevanței acestora pentru investitorii pieței de capital.

Indicatorii de măsurare a capitalului intelectual, a performanței manageriale și indicatorii situației financiare i-am transcris în variabile independente în analiza empirică întreprinsă, cu ajutorul căreia am reușit să reliefam legăturile acestora cu variabila dependentă, valoarea de piață adăugată- MVA. Cercetarea noastră dorește să evidențieze legăturile existente între valoarea creată pentru acționari-valoarea de piață adăugată și factorii de influență ai acesteia din perspectiva celor trei direcții menționate.

Capitolul 5, „Studiu empiric asupra valorii de piață adăugate la nivelul entităților economice cotate la BVB” pune în evidență printr-o cercetare aplicativă dependența dintre valoarea de piață adăugată și principalii factori de influență. Astfel, *am realizat trei studii empirice*, încercând să evidențiem explicarea acestei valori din cele trei perspective: capitalul intelectual, performanța activității manageriale și situația financiară.

Variabilele incluse în această analiză își au justificarea alegerii în capitolul 4, amintit anterior, iar studiile empirice realizate au ca bază modelarea de date de tip „panel”. Eșantionul analizat este constituit din 32 de entități economice cotate la Bursa de Valori București, care fac parte din coșul indicelui Bet-C, Categoria I și II, iar perioada de analiză este cuprinsă între anii 2006-2013, astfel numărul total de observații fiind de 256.

Analiza valorii de piață adăugate din perspectiva capitalului intelectual a avut în vedere valoarea de piață adăugată, ca variabilă dependentă, și următoarele variabile explicative: contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității economice, rata de creștere a immobilizărilor, valoarea immobilizărilor necorporale, satisfacția clienților, coeficientul valorii adăugate a capitalului intelectual, numărul mediu de angajați, satisfacția angajaților și tipul activității desfășurate.

Capacitatea capitalului intelectual de a explica valoarea creată pentru acționari se concretizează în factori determinanți ai MVA, a căror alegere a fost determinată de studiul literaturii de specialitate, pe care i-am considerat variabile independente în **modelul de tip panel** utilizat.

Modelul de tip panel cu efecte aleatoare specifice entităților economice selecționate pe care l-am utilizat, prezintă următoarea structură:

$$MVA_{it} = A + b_1 IDE_{it} + b_2 RCI_{it} + b_3 IN_{it} + b_4 Sat_C_{it} + b_5 VAIC_{it} + b_6 Ni_{it} + b_7 Sat_ang_{it} + b_8 TA_{it} + \mu + \epsilon_{it}$$

Unde $i = 1, 2, \dots, 32$;

$t = 1, 2, \dots, 8$;

μ - efectul individual neobservabil specific fiecărei entități economice;

ϵ_{it} - variabila reziduală;

Variabila dependentă

MVA_{it} = valoarea adăugată de piață a entității economice i la nivelul anului t ;

Variabile independente

IDE_{it} = contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității economice pentru entitatea i , anul t ;

RCI_{it} = rata de creștere a activelor imobilizate pentru entitatea i , anul t ;

IN_{it} = valoarea imobilizărilor necorporale pentru entitatea i , anul t ;

Sat_C_{it} = satisfacția clienților pentru entitatea i , anul t ;

$VAIC_{it}$ = coeficientul valorii adăugate a capitalului intelectual pentru entitatea i , anul t ;

Ni_{it} = numărul mediu de angajați pentru entitatea i , anul t ;

Sat_ang_{it} = satisfacția angajaților entității i , pentru anul t ;

TA_{it} = tipul activității entității i , pentru anul t .

Rezultatele estimării empirice ne indică faptul că următoarele variabile, luate în considerare pentru explicarea valorii de piață adăugate, sunt semnificative din punct de vedere statistic:

- cu o probabilitate de 99%: contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității economice, IDE și numărul mediu de angajați, Ni ;
- cu o probabilitate de 90%: rata de creștere a activelor imobilizate, RCI și tipul activității entității - comerț, TA_2 .

În ceea ce privește analiza valorii de piață adăugată, din perspectiva performanțelor activității manageriale, studiul empiric a inclus ca variabile explicative: rentabilitatea activelor, rentabilitatea totală a acționarilor, rentabilitatea activului net, marja brută, câștigurile pe acțiuni, deținerea unui certificat ISO9001.

Capacitatea performanței activității manageriale de a explica valoarea creată pentru acționari se concretizează în factori determinanți ai MVA, a căror alegere a fost determinată de studiul literaturii de specialitate, pe care i-am considerat variabile independente în *modelul de tip panel* utilizat.

Modelul de tip panel cu efecte aleatoare, specifice entităților economice selecționate, pe care l-am utilizat, prezintă următoarea structură:

$$MVA_{it} = A + b_1 ROA_{net_{it}} + b_2 RTA_{it} + b_3 RAN_{it} + b_4 MarjaB_{it} + b_5 EPS_{it} + b_6 ISO9001_i + \mu + \epsilon_{it}$$

Unde $i = 1, 2, \dots, 32$;

$t = 1, 2, \dots, 8$;

μ - efectul individual neobservabil specific fiecărei entități economice;

ϵ_{it} - variabila reziduală.

Variabila dependentă

MVA_{it} = valoarea de piață adăugată a entității economice i la nivelul anului t ;

Variabile independente

$ROA_{net_{it}}$ = rentabilitatea activelor entității i în anul t ;

RTA_{it} = rentabilitatea totală obținută de acționari entității i în anul t ;

$MarjaB_{it}$ = marja profitului brut (marja brută) entității i în anul t ;

RAN_{it} = rentabilitatea activului net entității i în anul t ;

EPS_{it} = câștigurile pe acțiune ale entității i în anul t ;

$ISO9001_i$ = deținerea unui certificat ISO9001 de către entitatea i .

Rezultatele estimării empirice ne indică faptul că următoarele variabile luate în calcul sunt semnificative din punct de vedere statistic:

- cu o probabilitate de 99%, rentabilitatea activului net, RAN;
- cu o probabilitate de 90%, marja brută, MarjaB.

Pentru a stabili dacă valoarea de piață adăugată reflectă situația entității economice, am introdus următoarele variabile independente, considerate importante pentru investitori: profitul, solvabilitatea patrimonială și lichiditatea generală.

Capacitatea situației financiare de a explica valoarea creată pentru acționari se concretizează în factori determinanți ai MVA, a căror alegere a fost determinată de studiul literaturii de specialitate, pe care i-am considerat variabile independente în **modelul de tip panel** utilizat.

Modelul de tip panel cu efecte aleatoare specifice entităților economice selecționate pe care l-am utilizat, prezintă următoarea structură:

$$MVA_{it} = A + b_1 Prnet_{it} + b_2 Spit + b_3 Lgit + \mu + \epsilon_{it}$$

Unde $i = 1, 2, \dots, 32$;

$t = 1, 2, \dots, 8$;

μ - efectul individual neobservabil specific fiecărei entități economice;

ϵ_{it} - variabila reziduală.

Variabila dependentă

MVA_{it} = valoarea de piață adăugată a entității economice i la nivelul anului t .

Variabile independente

$Prnet_{it}$ = profitul net al entității i în anul;

$Spit$ = solvabilitatea patrimonială a entității i în anul t ;

$Lgit$ = lichiditatea entității i în anul t .

Rezultatele estimării empirice indică faptul că următoarele variabile luate în calcul sunt semnificative din punct de vedere statistic:

- cu o probabilitate de 99%, solvabilitatea patrimonială, Sp;
- cu o probabilitate de 90%, profitul net, Prnet.

Toate cele trei studii empirice s-au validat pentru entitățile care formează eșantionul analizat, reliefând, astfel, concluzii interesante și pertinente, aplicabile entităților economice românești cotate și necesare investitorilor, dar și celorlalte părți interesate în evaluarea unei entități economice. Totodată, concluziile pot fi interesante și pentru cei care concep standarde și reglementări contabile, în special în ceea ce privește raportarea activelor intangibile. Alături de aceste concluzii, în ultima parte a tezei - „*Concluzii finale și perspective ale cercetării*” - prezentăm abordări ale valorii de piață adăugate pe care le avem în vedere pentru viitoarele cercetări.

CONCLUZII FINALE, APORTUL PERSONAL ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII

În această lucrare de cercetare științifică, intitulată „Cercetări privind evaluarea entităților economice”, am abordat, din punct de vedere teoretic și aplicativ, valoarea creată pentru acționarii entităților economice, nefinanciare și nebancare, ale căror valori mobiliare sunt admise spre tranzacționare la Bursa de Valori București, aflate în coșul indicelui Bet-C.

Cadrul conceptual al valorii create pentru acționari a fost abordat printr-un discurs interpretativ și critic al literaturii existente în acest domeniu care ne-a ajutat să explicăm și să diseminăm definiția, metodele de calcul și factorii de influență relevanți ai acestei valori.

Pornind de la obiectivul fundamental al tezei, am utilizat cercetarea cantitativă pentru a măsura conceptele și relațiile dintre valoarea creată pentru acționari și activele intangibile, managementul, factorii interni și externi ai entității economice, pentru a măsura variabilele și indicatorii generați de aceste concepte.

Obiectivului general al cercetării, „*Ce reflectă și ce determină valoarea creată pentru acționari, văzută ca valoare estimată a unei entități economice ?*”, în urma demersului de cercetare realizat, îi atașăm următoarele răspunsuri:

- valoarea creată pentru acționari reprezintă valoarea entității economice estimată printr-o metodă de evaluare înscrisă în abordarea valorii prin capitalizarea bursieră, metoda valorii de piață adăugate;
- valoarea creată pentru acționari, sub forma valorii de piață adăugate, este determinată de capitalul intelectual de care „dispune” entitatea economică, de performanța activității manageriale și se reflectă în indicatorii situațiilor financiare.

Totodată, răspunsul la întrebările specifice, care constituie obiectivele fiecărui capitol, sunt prezentate în Tabelul 1.

Tabelul 1. Cadrul logic al cercetării

<i>Obiective specifice</i>	<i>Capitolul/Concluzii specifice</i>
Identificarea și definirea conceptului de valoare a entității economice.	Capitolul 1 „Valoarea: de la general la particularul entităților economice” Valoarea creată pentru acționari este fundament al valorii de ansamblu a entității economice și constituie baza realizării valorii pentru părțile interesate.
Clarificări conceptuale privind măsurarea valorii create pentru acționari.	Capitolul 2 „Fundamente teoretice privind valoarea de piață adăugată” Valoarea de piață adăugată reprezintă un indicator de măsurare a bunăstării și valorii create pentru acționarii entităților economice cotate la o bursă de valori mobiliare.
Clarificări teoretice privind principalele direcții de explicare a valorii de piață adăugate. Astfel, am abordat direcția capitalul intelectual și direcția indicatorii diagnosticului financiar-contabil, aceasta din urmă detaliindu-se în alte două direcții de analiză: indicatorii de măsurare a performanței activității manageriale și indicatorii situației financiare.	Capitolul 3 „Principalele direcții de analiză a valorii de piață adăugate” MVA este considerată a fi strâns legată de valoarea activelor intangibile neînregistrate în contabilitate sau valoarea creată pentru acționari determinată de capitalul intelectual al entității economice analizate. Relevanța indicatorilor diagnosticului financiar-contabil atestă punctele forte și slabe, oportunitățile și pericolele la care se expune entitatea economică analizată, furnizând, astfel, informații esențiale pentru activitatea de investiție și pentru decizia de creditare, pentru înțelegerea fluxurilor de numerar și despre alocarea resurselor de către manageri. Aceste informații vor releva aspecte semnificative despre performanța entităților, văzută în termeni de creare de valoare și nu numai.
Identificarea principalelor variabile explicative ale valorii de piață adăugate cu ajutorul studiilor empirice realizate până în prezent în literatura națională și internațională.	Capitolul 4 „Factori de influență a valorii de piață adăugate” În acest context, am identificat și am prezentat analizele empirice existente cu privire la factorii care ar explica valoarea creată pentru acționari din perspectiva a trei direcții de cercetare: *influența capitalului intelectual asupra valorii create pentru acționari; *performanța activității manageriale transcrisă în indicatorii de performanță relevanți de diagnosticul financiar-contabil; *situația financiară a entității economice, evidențiată de indicatorii bilanțului și ai contului de profit și pierdere.
Identificarea factorilor relevanți în explicarea valorii de piață adăugate pentru entitățile economice cotate la Bursa de Valori București.	Capitolul 5 „Studiu empiric asupra valorii de piață adăugate la nivelul entităților economice cotate la BVB” Factorii relevanți ai valorii de piață adăugate sunt detaliați mai jos, prin prezentarea ipotezelor validate.

(Sursa: Prelucrarea proprie a autorului)

Ipotezele validate sunt:

Ipoteza 1.1. Contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității economice este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 1.2. Rata de creștere a immobilizărilor este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

ipoteza 1.6. Numărul mediu de angajați este semnificativ și pozitiv corelat cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza: 1.9. Tipul activității entității economice este semnificativ și pozitiv corelat cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.3. Rentabilitatea activului net este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 2.4. Marja brută a profitului este semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 3.1. Profitul net este o variabilă semnificativă și pozitiv corelată cu valoarea de piață adăugată.

Ipoteza 3.2. Solvabilitatea patrimonială este o variabilă semnificativă și negativ corelată cu valoarea de piață adăugată.

În urma validării acestor ipoteze, pentru entitățile economice cotate la BVB, concluzionăm:

- ***Capitalul intelectual este factor explicativ al valorii de piață adăugate.*** Valoarea de piață adăugată este determinată de contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate la performanța entității, de rata de creștere a activelor immobilizate care includ active intangibile neînregistrate, de capitalul uman-angajații entității economice și de tipul activității realizate – valoarea de piață adăugată fiind mai mare pentru entitățile ce desfășoară activități de comerț decât pentru cele care desfășoară activități de prestări servicii.

Validarea acestor variabile, în primul rând, ne încredințează că ideea de la care am pornit, conform căreia *capitalul intelectual sau cunoașterea reprezintă metalul prețios al dezvoltării entităților economice românești*, este confirmată. Totodată, constatăm, astfel, că măsurarea capitalului intelectual este *de mare interes pentru: manageri*, pe care îi ajută în deciziile de alocare a resurselor tangibile și intangibile, pentru *acționarii și investitorii* care caută informații despre performanța pe termen lung a entităților economice.

Deoarece, în explicarea valorii de piață adăugate, accentul de interes cade pe acest tip de active, considerăm că *factorii determinanți în stabilirea reglementărilor, normelor și standardelor contabile* ar putea beneficia de pe urma cercetării empirice pe care am realizat-o. Aceasta se poate constitui ca semnal de alarmă asupra faptului că părțile interesate în valoarea unei entități economice cer cât mai multe informații cu privire la activele intangibile și, astfel, raportarea lor detaliată în situațiile financiare ar întregi stadiul cunoașterii companiei de către părțile interesate.

Totodată, rezultatele cercetării noastre sugerează și *o modalitate importantă de estimare a aportului valorii activelor intangibile la valoarea entității economice*, prin variabila IDE, contribuția activelor intangibile neînregistrate în contabilitate.

Rata de creștere a immobilizărilor reliefează *capacitatea capitalului intelectual de a spori eficiența celorlalte resurse ale entității*, și, astfel, degajând valoare creată pentru acționari.

În ceea ce privește validarea tipului activității desfășurate ca factor determinant al valorii de piață adăugate, privită din perspectiva capitalului intelectual, o explicăm prin modul de utilizare a capitalului. Astfel, entitățile economice care desfășoară activități de producție și comerciale, prin utilizarea eficientă a capitalului intelectual, determină valoare de piață adăugată mai mare decât acele entități care desfășoară activități de prestări servicii. *Totodată, tipul activității reprezintă o variabilă care moderează asocierea dintre capitalul intelectual și valoarea de piață adăugată, asocierea fiind mai strânsă pentru entitățile economice care au ca obiect de activitate principal comerțul, decât pentru cele producătoare sau prestatoare de servicii.*

- ***Performanța activității manageriale este factor explicativ al valorii de piață adăugate.*** Activitatea managerială determină valoare de piață adăugată; pentru investitorii actuali și potențiali, MVA „se traduce” prin rotația activului net și marja brută a profitului.

Am constatat că măsura în care managementul utilizează activul net contabil în activitatea de exploatare, este în strânsă legătură cu valoarea de piață adăugată. Astfel, *entitățile care utilizează eficient activul net, transcris în venituri generate, creează valoare pentru acționari.* Investitorii doresc ca activul net al entității în care investesc să fie transformat în valori cât mai mari ale cifrei de afaceri.

Rentabilitatea activului net este o rată de referință în evaluare și un indicator al managementului activelor, reprezentând valoarea vânzărilor generate de fiecare leu de activ net. Validarea RAN ca factor determinant al valorii de piață adăugate, sugerează faptul că intensificarea rotației activului net, care implică mai puțin capital propriu pentru generarea unui leu cifră de afaceri, determină valoare de piață adăugată mai mare. Altfel spus, *la nivelul afacerilor românești, valoarea de piață adăugată este determinată direct și puternic de modul în care activitatea managerială gestionează activul net al entității.*

De asemenea, investitorii și acționarii sunt interesați ca entitățile în care vor să investească sau în care au investit deja să aibă abilitatea de generare a unei comercializări adecvate a bunurilor produse. Astfel, *calitatea gestiunii unei entități economice, prin aprecierea produselor sale pe piață, devine generatoare de valoare pentru acționari.*

Totodată, rezultatele empirice indică și faptul că eficiența globală a afacerii, relevată prin marja brută, este factor ce influențează pozitiv valoarea de piață adăugată. Crearea de valoare pentru acționari este determinată de modul în care managementul reușește să controleze costurile de producție și să obțină prețul optim de vânzare. Marja brută este un semnal timpuriu de avertizare a investitorilor actuali și potențiali asupra tendințelor favorabile sau mai puțin favorabile, asupra creării sau distrugerii de valoare spre care managementul îndreaptă afacerea.

- ***Valoarea de piață adăugată reflectă situația financiară a entităților economice.*** Indicatorii situației financiare sunt reflectați în valoarea de piață adăugată. Investitorii pot aprecia că *entitățile care creează valoare pentru acționari sunt cele care realizează profit net și se bazează, în special, pe capitalurile împrumutate de la terți, decât pe capitalurile acționarilor.*

Din punctul de vedere al validării profitului net și al solvabilității patrimoniale, ca variabile explicative ale valorii create pentru acționari, concluzionăm că valoarea de piață adăugată este determinată, în mod direct, de profitul entității economice și, invers proporțional, de solvabilitatea patrimonială.

Profitul reprezintă un indicator suveran al unei entități economice, crearea de valoare pentru acționari -valoarea de piață adăugată- fiind determinată de evoluția valorii acestuia. Faptul că valoarea de piață adăugată este corelată pozitiv cu profitul net, care reprezintă un indicator ce sintetizează aproape întreaga activitate economică a unei afaceri, înseamnă că, la nivelul entităților economice românești, *valoarea de piață adăugată reflectă „capacitatea entității de a da rezultate” pe parcursul unui exercițiu financiar.*

Am constatat că, din perspectiva valorii de piață adăugate, *investitorii apreciază entitățile economice care au o pondere a capitalurilor proprii, în totalul pasivelor, mai mică decât cea a datoriilor față de terți, în totalul pasivelor.* Totodată, prin faptul că solvabilitatea patrimonială este corelată puternic, dar negativ, cu valoarea de piață adăugată, concluzionăm că entitățile economice creează cu atât mai multă valoare de piață adăugată, cu cât ponderea capitalurilor proprii în totalul surselor de finanțare este mai mică.

Cele trei studii empirice pe care le-am realizat și care au fost validate, ne oferă o cale rapidă de înțelegere a semnificației valorii de piață adăugate și a legăturilor existente între aceasta și capitalul intelectual, ratele ce exprimă performanța activității manageriale și indicatorii situației financiare.

Prin analiza empirică a valorii de piață adăugate, din perspectiva capitalului intelectual, concluzionăm: cunoașterea sau capitalul intelectual este factor puternic explicativ al valorii de piață adăugate. Validarea variabilelor independente pentru această direcție punctează că *activele intangibile neînregistrate sunt cele care determină valoare de piață adăugată.* Astfel, lucrarea de față dorește a atrage atenția factorilor determinanți în stabilirea reglementărilor, normelor și standardelor contabile că managerii, investitorii actuali și potențiali sunt interesați de activele intangibile ale unei entități economice pentru a-și întregi cunoașterea despre entitățile ai căror proprietari sunt, vor fi, sau pe care le conduc.

Considerăm că activele de cunoaștere și factorii determinanți ai acestora nu trec testul recunoașterii. Autoritățile legislative nu au dezvoltat încă un sistem adecvat de raportare a acestora care să ofere investitorilor și tuturor părților interesate informațiile necesare pentru luarea deciziilor de investire și de credit. Absența informațiilor detaliate despre capitalul intelectual are consecințe, astfel, atât pentru investitori, cât și pentru entitate, în general.

Totuși, am observat că entitățile economice internaționale și din Europa, ghidându-se după cercetările în domeniul resurselor intangibile, oferă voluntar date despre capitalul intelectual pe care-l dețin tocmai pentru a veni în ajutorul celor care doresc să investească sau să cunoască performanțele și valoarea actuală și viitoare a entității.

În acest context, considerăm oportun să indicăm câteva aspecte pe care le apreciem ca fiind importante în dezvoltarea normelor și standardelor referitoare la activele intangibile pentru a transforma valoarea „invizibilă” a entității în „valoare vizibilă”:

- capitalizarea unor cheltuieli, precum cheltuielile cu cercetarea, publicitatea, recrutarea și trainingul, cu alte cuvinte transformarea acestor cheltuieli operaționale în active imobilizate;
- considerarea angajaților ca active ale firmei, deoarece ei sunt considerați cheltuieli operaționale curente, când, de fapt, aceștia constituie investiții

- realizate de entitate cu scopul de a aduce beneficii viitoare, reprezentând una dintre resursele cele mai importante ale entității;
- contabilizarea auditului intern ca o investiție și nu ca o cheltuială de exploatare curentă.

În ceea ce privește analiza valorii create pentru acționari din perspectiva performanței activității manageriale și a indicatorilor situației financiare, o concluzie se impune a fi menționată: dacă privim din cele două perspective simultan valoarea creată pentru acționari, observăm că aceasta este pozitiv corelată cu rotația activului net, marja brută și negativ corelată cu solvabilitatea patrimonială, ceea ce ne determină să susținem că valoarea de piață adăugată este determinată de rentabilitatea financiară a unei entități economice. Astfel, se întărește presupunerea de la care am plecat, conform căreia valoarea de piață adăugată este o bună estimare a valorii reale a unei entități economice, investitorii și celelalte părți interesate într-o entitate economică o pot utiliza ușor, ea fiind și rapid observabilă.

Valoarea pentru acționari este creată, sub forma valorii de piață adăugate, de către entitățile economice ce vor adopta o pârghie care să combine următoarele elemente: politica prețurilor cu controlul costurilor, politica ce are în vedere viteza de rotație a activului net și cea care presupune un efect de îndatorare satisfăcător.

Aportul personal, în ceea ce privește cercetarea realizată, poate fi privit sub două aspecte: unul de natură noțională și unul de natură aplicativă.

La nivel noțional, am realizat un *studiu explicativ* al literaturii de specialitate cu privire la *conceptul de valoare a entității economice*, surprinzând principalele teorii ale valorii și principalele noțiuni cu privire la entitatea economică și valoarea creată pentru acționari.

Am realizat un *studiu critic și interpretativ* cu privire la noțiunile de *creare de valoare în folosul acționarilor și crearea de valoare pentru toate părțile interesate*. Totodată, am încadrat aceste valori în conceptul general din care derivă, *managementul valorii*, concept pe care l-am expus *critic și descriptiv*.

În ceea ce privește valoarea creată pentru acționari, am realizat tot un *studiu descriptiv al indicatorilor de măsurare* a acestei valori și *am interpretat critic valoarea de piață adăugată*, definind avantajele și dezavantajele utilizării ei. O *prezentare descriptivă* am realizat și cu privire la *principalele abordări și metode de evaluare* a entităților economice, iar *studiul critic* ne-a ajutat la *prezentarea avantajelor și dezavantajelor utilizării fiecărei abordări în parte*. Am punctat ideea abordării valorii entității economice prin capitalizarea bursieră, susținând valoarea de piață adăugată ca fiind o valoare a entității economice, determinată printr-o metodă mixtă de evaluare, care îmbină informațiile pieței valorilor mobiliare și informațiile contabile aferente situațiilor financiare.

Am întreprins un *studiu descriptiv al cercetărilor anterioare cu privire la principalele direcții de abordare și explicare a valorii de piață adăugate*. Astfel, am adus în discuție capitalul intelectual, performanța managementului și indicatorii situației financiare. Printr-o *abordare originală*, susținută de literatura de specialitate, *am identificat principalii factori de explicare a valorii create pentru acționari*.

La nivel aplicativ, studiile empirice realizate își aduc contribuția la dezvoltarea cercetării în domeniu, prin *versiunile aplicative de construcții* pe care le-am abordat cu privire la constituirea variabilelor independente, explicative ale valorii de piață adăugate din cele trei perspective de abordare: capitalul intelectual, activitatea managerială, situația financiară.

Concluziile cercetării teoretice și rezultatele cercetării empirice determină *îmbogățirea studiilor cu privire la cercetarea creării de valoare în folosul acționarilor*, privind estimarea valorii unei entități economice și privind importanța informațiilor pieței valorilor mobiliare în evaluarea entităților economice.

Rezultatele cercetării noastre prezintă interes pentru investitorii actuali și potențiali, ajutându-i în deciziile pe care trebuie să le ia cu privire la entitatea în care doresc să investească; pentru manageri, care pot identifica mijloacele de creare de valoare și, nu în ultimul rând; pentru cei care concep și impun aplicarea standardelor, normelor și reglementărilor contabile, atrăgându-le atenția asupra faptului că informațiile despre activele intangibile sunt din ce în ce mai mult cerute de investitori și de către toate părțile interesate.

Teza de doctorat, „Cercetări privind evaluarea entităților economice”, dorește să se constituie ca o modestă contribuție la uriașul efort depus de profesioniștii români de a se conecta la practica și deontologia globală referitoare la procesul estimării valorii. Totodată, prin această lucrare, dorim să deschidem un drum care să ne ducă, în final, la înțelegerea pilonilor valorii unei entități economice românești.

În cadrul demersului științific realizat se înscriu și *limite ale cercetării*, care nu au implicații semnificative asupra concluziilor obținute și care pot constitui o bază pentru studiile viitoare, pe care intenționăm a le realiza, reliefând, astfel, *perspectivele acestei cercetări*.

Elementul principal ce poate fi abordat în lucrări viitoare este *extinderea eșantionului*. Apoi ne vom îndrepta atenția spre *lărgirea ariei variabilelor*, având ca scop redefinirea anumitor indicatori, în vederea clarificării procesului pe care acestea îl descriu și îl definesc și lărgirea perspectivelor sau direcțiilor de abordare a valorii de piață adăugată. Astfel, am putea include o nouă perspectivă de abordare a acesteia: direcția externă entității care să cuprindă variabile formate din informații externe entității economice, factori macroeconomici. Totodată, se pot include variabile noi în direcțiile de analiză realizate, precum structura acționariatului și repartiția profitului.

Tema evaluării și a creării de valoare pentru acționari, în condițiile economice actuale trebuie dezvoltată, dat fiind notorietatea acesteia și a problemelor reale pe care le ridică. Astfel, cercetarea ulterioară își propune *detalierea aspectelor factorilor validați ca fiind explicativi* ai valorii de piață adăugate atât prin noi modalități de calcul, cât și prin aplicarea lor la nivelul mai multor categorii de entități economice listate la BVB.

Perspectiva cercetării include și *elaborarea unei noi metode de calcul a valorii create pentru acționari*, care să surprindă informațiile pieței valorilor mobiliare, dar și informațiile despre cash-flow-urile viitoare generate de entitatea economică.

O altă perspectivă o poate reprezenta *utilizarea anchetei statistice la nivelul managerilor din România*, care să ne ajute să identificăm o mai bună modalitate de exprimare a valorii create pentru acționari, dar și a variabilelor independente, în special cele referitoare la capitalul intelectual.

Totodată, *inclusiunea în studiul empiric a variabilelor non financiare* este o altă direcție de cercetare viitoare, care, din cauza amplitudinii subiectului, nu a putut fi abordată în această teză.

Lucrarea de față se dorește a fi o analiză detaliată a factorilor care influențează valoarea de piață adăugată, atrăgând atenția că valorile entităților economice, înscrise în abordări ce au la bază informațiile pieței valorilor mobiliare, reflectă aspecte importante despre entitățile economice respective și de mare interes pentru acționari, investitori și toate celelalte părți interesate. Cu toate că există multe aspecte care pot fi abordate în continuare pe această temă, lucrarea reprezintă un studiu realizat pe România, care validează utilizarea, ca metodă de evaluare, a valorii de piață adăugate la nivelul entităților economice cotate la BVB.

BIBLIOGRAFIE

1. Achim, M. V. &, Pop, F. (2006), Cash-flow – methods for calculation, analyzing and prediction, Volumul International Conference „Competitiveness and Stability in the Knowledge – Based Economy”, Universitatea din Craiova, 2006, p. 41-54
2. Aliouch, E. H., & Schlenrich, U., (2009). Does Franchising Create Value? An Analysis of the Financial Performance of US Public Restaurant Firms, *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 10 (2), 93-108.
3. Altman, E. I., Max, L., & Zhang, L., (2007), Corporate financial distress diagnosis in China, disponibil la <http://www.iiiglobal.org/component/jdownloads/viewdownload/648/5714.html>
4. Anghel, I., (2008), Intellectual capital and intangible assets analysis and valuation, *Economie teoretică și aplicată*, 3(520), 75-84.
5. Appuhami, B. A., (2007)., The impact of intellectual capital on investors' capital gains on share: an empirical investigation of Thai banking, finance & insurance sector, *International Management Review*, 3(2), 14-25.
6. Arnold, G., (2003), *Corporate finance management*, London: Prentice Hall.
7. Bachman, A. P., (1998), *In search of shareholder value> managing the drivers of performance*, London: Pearson Education Ltd.
8. Barneto, P., & Gregorio, G., (2007), *Finance. Manuel et Applications*, Paris: Dunod.
9. Bausch, A., Hunoldt, M., & Matysiak, L., (2009), Superior performance through value-based management, *Handbook Utility Management*, disponibil la <http://www.springer.com/978-3-540-79348-9>
10. Berman, K., Knight, J., & Case, J., (2011), *Inteligența financiară: Ghidul managerului pentru înțelegerea adevăratei semnificații a cifrelor*, Curtea Veche: București.
11. Bessieux-Ollier, C., Lacroix, M., & Walliser, E., (2006), Le capital humain: approche comptable versus approche manageriale. *Revue internationale sur le travail et la societe*, 4(2), 25-57.
12. Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S., (1997), Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firms values, *Journal of Accounting and Economics*, (24), 301-336.
13. Bontis, N., (2001), Assessing Knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital, *International Journal of Manangement Reviews*, 3(1).
14. Brezeanu, P., Trandafil, M. C., & Huidumac, C., (2010), Company diagnosis in CEE countries, *Annal of University of Petroșani*, 10(3), 13-24.
15. Brezeanu, P., 2001, *Gestiunea financiară a întreprinderii*, București: Editura ASE.
16. Brooking, A., (1996), *Intellectual capital: Core assets for third millenium enterprise*, London: Thomson Business Press.
17. Căruntu, C., (2010), Financial diagnosis - the way to get performances by company, *Analele Universității „Constantin Brâncuși”*, (1), 7-18.
18. Casta, J. F., Paugam, L., & Stolowy, H., (2011), An explanation of the nature of internally generated goodwill based on aggregation of interacting assets,

- International Conference of French Finance Association (AFFI)*, 1-49, disponibil la <http://ssrn.com/abstract=1833624> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1833624>
19. Chen, M.-C., Cheng, S. J., & Hwang, Y., (2005), An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance, *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159-176.
 20. Chichernea, F., (2010). Managementul prin valoare, *Buletinul AGIR*, (1).
 21. Ciobanu, A. (2006), Studiul privind indicatorii de măsurare a performanței folosiți în managementul valorii, cu exemplificări pe întreprinderi românești, Disponibil la www.t-biblioteca.ase.ro/downres.php?tr=577
 22. Ciora, C., (2013), *Analiza performanței prin crearea de valoare*, București: Economică.
 23. Ciumaș, C., Nistor, E. I., Cumpănașu, E., Văideanu, V.L., (2009), The romanian insurance market and the potential effects of the crisi upon it, *The annals of faculty of economics*, 1(3), 126-130.
 24. Cîrceie, R., (2007), Utilizarea statisticii în evaluarea întreprinderilor pe baza abordării prin piață. Studiu de caz. *Conferința ANEVAR „Statistica în evaluarea proprietăților”*, disponibil la <http://www.eval.ro/stiri/stiri-anevar/conferinta-statistica-in-evaluarea-proprietatilor/>
 25. Copeland, T., (1994), Why value value?, *McKinsey Quarterly*, (4), 97-109.
 26. Cosma, D., & Cosma, O., (2009), Modern risk management strategies for the Romanian state treasury, *MPRA Paper*, no. 20425.
 27. Cosma, D., & Holt, A.G., (2013), Eco-efficiency – driver of sustainable development strategy, *Annals of the Constantin Brâncuși University of Târgu Jiu*, Economy Series, (4), 21-24.
 28. Damodaran, A., (2002), *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of net asset*, New York: John Wiley & Sons Inc.
 29. Damodaran, A., (2003). Measuring company exposure to country risk: theory and practice, disponibil la http://www.performancetrading.it/Documents/AdMeasuring/AdM_Index.htm
 30. Damodaran, A., (2005), Valuation approaches: a survey of the theory and evidence, *Foundation and trends in finance*, 1(8), 693-784.
 31. Damodaran, A., (2014), *Minighid de evaluare a companiilor listate: Cum să evaluezi o companie, să alegi un portofoliu și să faci profit*, București: Publica.
 32. Damodaran, A., (2013), A tangled web of values: Enterprise value, Firm Value and Market Cap, disponibil la <http://aswathdamodaran.blogspot.ro/2013/06/a-tangled-web-of-values-enterprise.html>
 33. Dănescu, T., (2003), *Conducerea afacerilor*, Cluj-Napoca: Dacia.
 34. Dănescu, T., & Șandru, R., (2008), Aspects regarding the score method for bankruptcy risk prediction, *Annals of Craiova University*, 6, 2597-2604.
 35. Dănescu, T., Șandru, R., Dănescu, A. C., (2008), The exigencies of the documents requiered by the financial audit, *International Scientific Conference MicroCAD*, (23), 251-257.
 36. Dănescu, T., Spătăcean, I. O., Șandru, R., (2008), Auditing securities for investment companies, *International Scientific Conference MicroCAD*, (24), 59-65.
 37. Dănescu, T., Șandru, R., (2009), Romanian audit field dealing with new terms – internal audit and its new BRA method, Perlovsky, L, Dionisiu, D.D., Zadeh, L.A. et al (eds), *World Multiconference on Applied Economics and Business Development*, (09), 158-162.

38. Dănescu, T., **Șandru, R.**, Nistor, P., (2009), The role and the impact of the corporate governance in organizations, *Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration*, (2), 176-182.
39. Dănescu, T., Rus, I., **Șandru, R.**, Nistor, P., (2009), Fraudulent Financial Reporting, International Conference „Financial Trends in Global economy”, <http://www.econ.ubbcluj.ro/cft2009/conference.html>
40. Dănescu, T., **Șandru, R.**, Dănescu, A. C., (2010), The great change in Romanian audit field sustained by IT procedures, Kallel, A., Hassairi, A., Bulucea, C.A. (eds), *World Multiconference on Applied Economics and Business Development*, (10), 81-85.
41. Dănescu, T., **Șandru, R.**, Muntean, A., (2010), Corporate Governance in Romanian Banking Organizations: Providing Guidance for Risk Based Internal Audit of Operational Risks, *International Conference Competitiveness and stability in the knowledge-based economy*, http://stec.central.ucv.ro/conferinta/0_program_general_en.pdf
42. Dănescu, T., **Șandru, R.**, Dănescu, A. C., Muntean, A., (2010), The internal control over financial reporting – identity crisis of financial information published by companies in Romania, Kallel, A., Hassairi, A., Bulucea, C.A. (eds), *World Multiconference on Applied Economics and Business Development*, (10), 75-80.
43. Dănescu, T., **Șandru, R.**, Muntean, A., (2010), Risk based internal audit: perspectives offered to corporations and banks, *Annales Universitatis Apunensis, seria Oeconomica*, 12(1).
44. Dănescu, T., Călean, I., Dănescu, A. C., **Șandru, R.**, (2011), Appreciation methods of epidemiology on forestry department of autonomous forest administration, *World Multiconference on Applied Economics and Business Development*, (11), <http://www.wseas.us/conferences/2011/iasi/aebd/>
45. Dănescu, T., Călean, I., Dănescu, A. C., **Șandru, R.**, (2013), Assessment of internal auditors activity from practitioners’ standpoints. Case study: autonomous forest administration, *World Multiconference on Applied Economics and Business Development*, (13), 186-190.
46. Dănescu, T., Călean, I., Dănescu, A. C., **Șandru, R.**, Measuring the activity of internal audit. Case study at the autonomous administrations in forestry, *Procedia Economics and Finance*, disponibil la <http://www.rorcf.ro>
47. Deaconu, A., (1998), *Diagnosticul și evaluarea întreprinderii*, Deva: Intelcredo.
48. DeWet, J., (2005), EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value - a comparative analysis, *Meditari Accountancy Research*, 13(2), 1-16, disponibil la <http://ssrn.com/abstract=1656338>
49. Diez, J. M., M. L. Ochoa, M. B., & Santidrian, A., (2010), Intellectual capital in Spanish firms, *Journal of Intellectual capital*, 11(3), 348-367.
50. Dumitrescu, D., Dragotă, V., & Ciobanu, A., (2002), *Evaluarea întreprinderilor*, București: Economică.
51. Dumitru, C. E., & Dumitru, A. P., (2014), EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value - A comparative analysis, *upm ro proiecte EEE Conferences Papers, S 309*, p. 53-63, disponibil la <http://www.upm.ro/proiecte/EEE>
52. Engle, P., (2013), Understanding gross margin, *Industrial Engineer*, 20.
53. Fenyves, V., Toth, R., & Tarnoczi, T., (2010), Intellectual capital valuation using Monte Carlo simulation, *Analele Universității din Oradea, Științe economice*, 1(1), 423-429.

54. Fernandez, P., (2013), Company valuation methods, disponibil la <http://ssrn.com/abstract=274973> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>
55. Gădoi, M., (2007), Financial diagnosis. Approaches and complementarities, disponibil la <http://steconomice.uoradea.ro/anale/volume/2007/v2-finances-accounting-and-banks/75.pdf>
56. Gigante, G., & Previati, D. A., (2010), Intellectual capital and banking's performance. Some empirical evidence from Italian Banking System, Fiordelisi, F., Molineux, P. & Previati, D. (eds), *New issues in financial institutions management, Palgrave Macmillan studies in banking and financial institutions*, Palgrave: Macmillan.
57. Green, W. H., (2008), *Econometric analysis*, Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
58. Gu, F., & Lev, B., (2003), Intangible assets. Measurement, drivers, usefulness. *Working Paper Boston University and New York University*, (5), 1-51, disponibil la http://smgapps.bu.edu/smgnet/Personal/Faculty/Publication/pubUploads/Gu,_Feng_05.pdf?wid=1482
59. Hall, J. H., (2002), Dissecting EVA: the value drivers determining the shareholder value of industrial companies. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, 1-21. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.304196>
60. Hall, J. H., (2013), Toward improved use of value creation measures in financial decision-making, *Journal of Applied Business Research*, 29(4), 1175-1188.
61. Hansen, F., (2001), The value-based management commitment, disponibil la <http://businessfinancemag.com/bpm/value-based-management-commitment>
62. Helfert, E. A., (2001), *Financial analysis: tools and techniques, a guide for managers*, USA: McGraw-Hill.
63. Hitchner, J., (2006), *Financial valuation. Application and models*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
64. Hofmann, J., (2005), Value intangibles! Intangible capital can and must be valued - owner and valuers alike will benefit, disponibil la www.dbresearch.fr/.../Value+intangibles!+Intan
65. Hostettler, S. M., (2000), *Economic value added, Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*, Bern: Paul Haupt Verlag.
66. Ileanu, B. V., Isaic-Maniu, A., & Herteliu, C. (2009), Intellectual capital as causes of regional disparities. A case study in Romania. *Romanian Journal of Regional Science*, 3(2), 41-53, disponibil la <http://www.rrsa.ro/rjrs/V323.ILEANU.PDF>
67. Isac, C., (2007), Financial diagnosis expert system, *Economy Informatics*, 7(1), 59-63.
68. Isărescu, M., (2009), Criza financiară internațională și provocări pentru politica monetară din România, *Conferință BNR*.
69. Jedlinka, L., & Jumah, A., (2006), The Austrian Industry: a structure, conduct and performance analysis, *Institute for Advance Studies of Vienna, Economic Series*, 189.
70. Jensen, M. C., & Meckling, W. H., (1976), The theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.

71. Jianu, I. (2007). *Evaluarea, prezentarea și analiza performanței întreprinderii - O abordare din prisma Standardelor Internaționale de Raportare Financiară*. București: CECCAR.
72. Kaiser, K., & Young, D. (2009), *Blue line management*, Fontainebleau: INSEAD, disponibil la <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=42391>
73. Koller, T., (1994), What is value-based management?, *The McKinsey Quarterly*, (3), 87-101.
74. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2005), *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
75. Kramer, J. K., & Peters, J. R., (2001), An interindustry analysis of Economic Value Added as a proxy for market value added, *Journal of Applied Finance*, 41-49, disponibil la citeseer.uark.edu:8080/citeseerx/showciting
76. Krol, F., (2007), *Value based management in small and medium enterprises. Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation*, Munster, disponibil la http://www.wiwi.uni-uenster.de/ctrl/md/content/publikationen/Arbeitspapier_9_1.pdf
77. Lagrost, C., Martin, D., Dubois, C., & Quazzotti, S., (2010), Intellectual property valuation: how to approach the selection of an appropriate valuation method, *Journal of Intellectual Capital*, 11(4), 1469-1930.
78. Lev, B., (1999), New math for a new economy (A. M. Webber, Operator interviu) disponibil la <http://www.fastcompany.com/38859/new-math-new-economy>.
79. Lev, B., & Daum, J. H., (2004), The dominance of intangible assets: consequences for enterprise management and corporate reporting, *Measuring business excellence*, 8(1), 6-17.
80. Lev, B., & Daum, J. H., (2010), Intangibles assets and need for a holistic and more future-oriented approach to enterprise management and corporate reporting, *PMA_IC_Symp*, 1-17.
81. Lev, B., Canibano, L., & Marr, B., (2005), An accounting perspective on intellectual capital, Marr, B. (ed.), *Perspectives on intellectual capital. Multidisciplinary insights into management, measurement and reporting*, Burlington, USA: Elsevier Butterworth-Heinemann.
82. Liang, C. J., & Lin, Y. L., (2008), Which IC is more important? A life-cycle perspective, *Journal of Intellectual Capital*, 9(1), 62-76.
83. Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G., (2011), The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance, *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 132-151.
84. Makelainen, E., (1998), Economic value added as a management tool, disponibil la www.evanomics.com
85. Manațe, D., (2006), *Importanța evaluării în procesul investițional*, Timișoara: Mirton.
86. Marr, B., & Schiuma, G., (2001), Measuring and managing intellectual capital and knowledge assets in new economy organisations, Bourne, M. (ed.), *Handbook of performance measurement*, London: Gee.
87. Marshall, A., (1890), *The principles of economics*, London: Prometheus Books
88. Marshall, A., (1920), *The principles of economics*, London: Prometheus Books.
89. Marti, J. M., (2007), In search of an intellectual capital comprehensive theory, *The Electronic Journal of Knowledge Management*, 5(2), 245-256.

90. Martin, J., Petty, W., & Wallace, J., (2009), Shareholder value maximization: is there a role for corporate social responsibility?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 110.
91. Martin, R. L., (2011), *Fixing the game: Bubbles, crashes and what capitalism can learn from the NFL*. Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press.
92. Merchant, A. K., & Sandino, T., (2009), Four options for measuring value creation, *Journal of Accountancy*, disponibil la
93. <http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2009/Aug/20091518.htm>
94. Milgate, M., & Stimson, S. C. (2009). *After Adam Smith, A century of transformation in Politics and Political Economy*. New Jersey: Princeton University Press.
95. Minchington, C., & Francis, G., (2001), Shareholder Value, *Management Quarterly*, 6, 23-31, disponibil la [http://www.tomorrowleaders.com/a5569d/icaew/content.nsf/documentlookup/icaewfin0106/\\$file/mq6+finance.pdf](http://www.tomorrowleaders.com/a5569d/icaew/content.nsf/documentlookup/icaewfin0106/$file/mq6+finance.pdf)
96. Molodchik, M. A., Shakina, E. A., & Bykova, A. A., (2012), Intellectual capital transformation evaluating model, *Journal of Intellectual Capital*, 13(4).
97. Monea, M., & Gută, A. J., (2011), The relevance of the performance indicators in economic and financial diagnosis, *Annals of the University of Petroșani, Economics*, 207-214.
98. Năstase, G. (2011). Diagnosis of global company - analysis tool economic - financial, basic of elaborating the budget of income and costs, disponibil la http://cogito.ucdc.ro/dec2011/en/diagnosticofglobalcompanyanalysisistoolgabrieInastase_17.pdf
99. Nicolescu, O., & Verboncu, I., (2008), *Fundamentele managementului organizației*, București: Editura Universitară.
100. Niculescu, M., & Nicolae, V., (2011), *Managementul și epistemologia cercetării științifice*, Târgoviște: Bibliotheca.
101. Nistor, I. E., (2002), *Finanțele întreprinderii*, Cluj-Napoca: Presa Universitară Clujeană.
102. Nistor, I. E., (2004), *Teorie și practică în finanțarea întreprinderilor*, Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință.
103. Nistor, I. E., (2005). *Finanțele firmei*, Cluj-Napoca: Risoprint.
104. Nistor, I. & Lăcătuș, V. (2008), *Finanțele întreprinderii. Studii aplicative*, Editura Risoprint, Cluj-Napoca.
105. Nistor, E. I. & Radu, I. (2011), Global tendencies in investment funds market development, *Finance – Challenges of the Future*, 13(11), 16-21.
106. Petrescu, S., (2008), *Analiza și diagnosticul financiar-contabil, Ghid teoretico-aplicativ*, București: CECCAR.
107. Philips, D., (2007), The Value of Economic Reality: Applying Economic Value Added, *Senior Honors Thesis*.
108. Pirtea, M., Dima, B., & Milos, L. R., (2010), The companies financial architecture and market values: Is there an interlinkage? The case of Bucharest Stock Exchange, *MPRA*, 20084, disponibil <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/20084>
109. Pop, F., & Făt, C., (2013), Quantitative and qualitative aspects regarding the analysis of the human resource of an economic entity, disponibil la http://conferinta2013.academiacomerciala.ro/_VOLCONF2013PDF/volumconferinta/QUANTITATIVE%20AND%20QUALITATIVE%20ASPECTS%20R

EGARDING%20THE%20ANALYSIS%20OF%20HUMAN%20RESOURCE
.pdf

110. Pratt, S. P., & Niculiță, A. V., (2008), *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, New-York: McGraw Hill.
111. Pratt, S. P., Reilly, R., & Schweihs, R. P., (2000), *Evaluarea afacerii: analiza și aprecierea firmelor deținute direct*, New York: McGraw.
112. Pulic, A., (2000), MVA și VAICTM Analysis of randomly selected companies from FTSE 250, disponibil la <http://www.vaic-on.net/downloads/ftse30.pdf>
113. Pulic, A., (2000), VAICTM - an accounting tool for IC management, *Int. J. Technology Management*, 20(5/6/7/8), 702-714.
114. Pulic, A., (2004), Intellectual capital - does it create or destroy value? *Measuring Business Excellence*, 8(1).
115. Radici, C., (2010), *Modalități de creare de valoare într-o societate comercială*, disponibil la pe http://mastermrufeara.ucoz.com/Cristina_Radici-Modalitati_de_creare_de_valoare_in.pdf
116. Ramana, D. V., (2005), Market value added and economic value added some empirical evidence, *8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper*, 1-15.
117. Rappaport, A., (1998), *Creating shareholder value, A guide for managers and investors*, New York: A Division of Simon & Schuster Inc.
118. Rappaport, A., (2006), Ten ways to create shareholder value, *Harvard Business Review*, 66-76.
119. Riahi-Belkaoui, A., (2002), Intellectual capital and firm performance of U.S. multinational firms: a study of the resource-based and stakeholder views, disponibil <http://ssrn.com/abstract=365580>
120. Robu, V., Anghel, I., Șerban, C., & Tutui, D., (2003), *Evaluarea întreprinderii*, disponibil la www.biblioteca-digitala.ase.ro/biblioteca/carte2.asp?id=112&idb=
121. Rose, R. C., Kumar, N., Abdullah, H., Ling, & G. Y., (2008), Organizational culture as a root of performance improvement: research and recommendation, *Contemporary Management Research*, 1(4).
122. Ruth, S., (2000), *Intangible asset valuation: Mission possible.*, disponibil la www.reocities.com/.../kmvaluationpaper2.rtf
123. Samadiyan, B., Pooryeganeh, N., Ebrahimi, H., & Chanbari, Y., (2013), Relative and differential information content of economic value added, earnings, operating cash flow and stock return, *International Journal of Asian Social Science*, 1(3), 29-37.
124. Shakina, E., & Barajas, A., (2014), Value creation through intellectual capital in developed European markets, *Journal of Economics Studies*, 41(2), 272-291.
125. Shanti, R., & Ottemoesoe, D., (2009), Market value added and internet-dependent firms (Some empirical evidence from Asian region), *International Conference on IT to Celebrate S. Charmonman's 72nd Birthday*, 23, p. 1-5.
- Sharma, A. K., & Kumar, S., (2012), EVA versus conventional performance measures - empirical evidence from India, *Proceedings of ASBBS*, 19(1), 804-815.
126. Shil, N. C., (2009), Performance measures: an application of economic value added, *International Journal of Business and Management*, 4(3), 169-177.
127. Smith, A. D., (2002), *Measuring intangibles: The asset value of advertising*. Durham, NC: Duke University, disponibil la <http://econ.duke.edu/uploads/assets/dje/2002/amandasmith.pdf>

128. Stahle, P., (2008), National intellectual capital as an economic driver - perspectives on identification and measurement. Preluat de pe http://www.google.ro/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CDUQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.researchgate.net%2Fpublication%2F228467107_National_Intellectual_Capital_as_an_Economic_DriverPerspectives_on_Identification_and_Measurement%2F
129. Stahle, P., Stahle, S., & Aho, S., (2011), Value added intellectual coefficient (VAIC): a critical analysis, *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), 531-551.
130. Stan, S. V., & Anghel, I., (2007), *Evaluarea întreprinderii*, București: Iroval.
131. Starovic, D., & Marr, B., (2007), Understanding corporate value: managing and reporting intellectual capital, (C. I. Accounts, Ed.) disponibil la <http://www.cranfield.ac.uk/som/cbp>
132. Stewart, G. B., (1991), *The quest for value: a guide for senior managers*, New York: Harper Business.
133. Stout, L., (2012), *The shareholder value myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, San Francisco: Berrett-Koehler Publisher.
134. Strassmann, P., (1999), *Does knowledge capital explain market/book valuations?*, disponibil la <http://strassmann.com>
135. Sulger, R. M., (2008), Valoarea economică adăugată. O cercetare empirică, *OEconomica*, (1), disponibil la <http://oeconomica.org.ro/files/pdf/9.pdf>
136. Șuşu, Ș., & Bîrsan, M., (2009), The financial diagnosis - component of the global diagnosis and instrument of the financial analysis., *The Annals of „Dunărea de jos” University of Galați, Fascicle I Economics and Applied Informatics*, 15(2), 271-280.
137. Sveiby, K. E., (2010), Measuring intangibles, disponibil la http://www.sveiby.com/articles/measuring_intangibles.html.
138. Tache, I., (2007), Măsurarea valorii create pentru acționari, *Revista OEconomica*, (1), 153-189.
139. Thauvron, A., (2007), *Evaluation d'entreprise*, Paris: Economica.
140. Toma, M., (2009), *Inițiere în evaluarea întreprinderilor*, București: CECCAR.
141. Vasilescu, L., (2011), Evaluarea performanței firmei pe baza indicatorilor financiari, *Analele Universității „Constantin Brâncuși” din Tîrgu Jiu, Seria Economie*, 3, 159-166.
142. Villalonga, B., (2004), Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54, 205-230.
143. Wilson, C. P., Ray, I., & Wilson, B., (2012), The impact of brand value on firm valuation: The moderating influence of firm type, *Journal of Brand Management*, 1-13.
144. Xu, J., (2014), Manager power and decision of capital expenditure: empirical research from China's securities market, *Proceedings of the Seventh International Conference on Management Science and Engineering Management*, 2, 1079-1093.
145. *** *Dicționarul explicativ al limbii române*, Academia Română, Institutul de lingvistică „Iorgu Iordan”, (2009), Univers Enciclopedic Gold, București
146. *** *Cambridge Dictionary*, (2014), disponibil la <http://dictionary.cambridge.org/>
147. *** *Ghiduri metodologice de evaluare*, ANEVAR, (2011), Editura ANEVAR, București

148. *** Legea 571/2003 privind Codul fiscal.
149. *** Legii nr. 15/1990 privind reorganizarea unităților economice de stat
150. *** Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată.
151. *** Legea nr. 15/1990 privind reorganizarea unităților economice de stat ca regii autonome și societăți comerciale
152. *** Legea nr.31/1990, legea societăților comerciale republicată
153. *** Legea nr. 346/2004 privind stimularea înființării și dezvoltării întreprinderilor mici și mijlocii
154. *** Management Accounting Committee, (1997), *Measuring and managing shareholder value creation*, Montvale: Management Accountants Publisher House.
155. *** OMFP nr. 881 din 2012 privind aplicarea de către societățile comerciale ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată a Standardelor Internaționale de Raportare Financiară
156. *** OMFP nr. 1286/2012 pentru aprobarea Reglementărilor conforme cu Standardele internaționale de raportare financiară, aplicabile societăților comerciale ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată
157. *** OMFP 1752/2005 pentru aprobarea reglementărilor contabile conforme cu directivele europene, cu modificările și completările ulterioare, publicat în Monitorul Oficial nr. 1080 din 30 noiembrie 2005, aplicat din ianuarie 2006.
158. *** OMFP 3055/2009 pentru aprobarea Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene cu modificările și adăugirile ulterioare, publicat în Monitorul Oficial nr. 766 din 10.11.2009, aplicabil din ianuarie 2010.
159. *** OMFP 1121/2006, privind aplicarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară, publicat în Monitorul Oficial nr. 602 din 12.07.2006
160. *** RICARDIS reporting intellectual capital to augment research, development and innvation in SMEs, European Comission, (2006), disponibil la http://ec.europa.eu/invest-inresearch/policy/capital_report_en.htm
161. *** *Standardele Internaționale de Evaluare*, ANEVAR, (2011), Editura Iroval, București
162. *** *Standardele Internaționale de Evaluare*, Consiliul Internațional al Standardelor de Evaluare, (2005), București : ANEVAR
163. *** Shareholders value, (2014), disponibil la http://www.sternstewartinstitute.com/files/p2_01_shareholders_value.pdf.
164. Study value creation in chemical industry, disponibil la http://www.sternstewart.com/files/39_studie_value_creation_in_chemical_industry.pdf
165. *** *The concept of value creation in integrated reporting*, Ernst & Young, (2013), disponibil la [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_concept_of_value_creation_in_Integrated_Reporting/\\$FILE/The%20concept%20of%20'value%20creation'%20in%20Integrated%20Reporting%20-%20final%20\(3\).pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_concept_of_value_creation_in_Integrated_Reporting/$FILE/The%20concept%20of%20'value%20creation'%20in%20Integrated%20Reporting%20-%20final%20(3).pdf)
166. www.alro.ro
167. www.alumil.ro
168. <https://amadeus.bvdinfo.com>
169. www.aerostar.ro
170. www.artego.ro
171. www.antibiotice.ro/
172. <http://asociatia-zamolxe.ro/node/19>
173. <http://aswathdamodaran.blogspot.com>

174. www.biofarm.ro
175. www.bermas.ro
176. www.bnro.ro
177. www.bvb.ro
178. www.carbochim.ro
179. www.ceccar.ro
180. www.comelf.ro
181. www.compa.ro
182. www.conted.ro
183. www.condmag.ro
184. www.conpet.ro
185. www.deloitte.com
186. www.electroarges.ro
187. www.electromagnetica.ro
188. www.energo.ro
189. www.employment-studies.co.uk
190. http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/2006-2977_web1.pdf
191. <http://www.economy-business.eu/volume-2-3.swf>
192. www.eurostat.com
193. <http://www.eval.ro/anevar/>
194. www.felixspa.com
195. www.ifrs.org
196. www.insse.ro
197. www.kpmg.com
198. www.lek.com
199. www.mckinsey.com
200. www.oil-terminal.com
201. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
202. www.prefab.ro
203. www.petrom.com
204. www.pwc.com
205. www.rompetrol.com
206. www.ropharma.ro
207. www.socep.ro
208. www.stirom.ro
209. <http://www.sternstewartinstitute.com>
210. <http://thrmareaneagra.ro/>
211. www.transelectrica.ro/
212. www.transgaz.ro
213. www.uamt.ro
214. www.vrancart.ro
215. www.voestalpine.com/vaeapcarom/ro/
216. <http://www.wisegreek.com/what-is-shareholder-value.htm>
217. www.zentiva.com