

Acțiunile – concepte generale și evaluare

Lect. univ. dr. Elena Valentina ȚILICĂ^a, conf. univ. dr. Radu CIOBANU^b

^{a, b} Academia de Studii Economice din București

Abstract

The capital market was developed in order to facilitate the meeting between the capital suppliers (short or long-term investors) and those who need capital in order to fund various investment projects (companies, local or regional public institutions). At the same time, it has the role to increase the transparency of transactions made between these two large categories of market participants, but also to regulate them by imposing laws and rules of conduct. Practically, it has the role of a mediator between the market participants, being intended to maintain a high level of trust between those who assign their capital and those who receive it. The transfer of capital is made by selling-buying financial titles entailing certain rights for the one that bought them and certain obligations for the one that issued them. There are two categories of main financial titles on the market: shares and bonds. In this article we shall present the general concepts regarding shares and the ways in which they can be assessed.

Key terms: capital market, share, shareholder, nominal value, issue price, issue premium, dividends, market capitalization

Termeni-cheie: piața de capital, acțiune, acționar, valoare nominală, preț de emisiune, primă de emisiune, dividende, capitalizare bursieră

Clasificare JEL: G11, G12, G17

To cite this article: Elena Valentina Țilică, Radu Ciobanu, *Acțiunile – concepte generale și evaluare*, *CECCAR Business Review*, N° 9/2023, pp. 20-30, <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2023.09.03>

➔ Introducere

Piața de capital a fost dezvoltată pentru a facilita întâlnirea dintre furnizorii de capital (investitori pe termen scurt sau lung) și cei care au nevoie de capital pentru a finanța diverse proiecte de investiții (companii, instituții publice locale sau regionale). Totodată, ea are rolul de a crește transparența tranzacțiilor realizate între aceste două mari categorii de participanți la piață, dar și de a le reglementa prin impunerea unor legi și reguli de conduită. Practic, ea are rol de mediator între participanții la piață, fiind menită să mențină un nivel ridicat de încredere între cei care își cedează capitalul și cei care îl primesc. Transferul de capital se realizează prin vânzarea-cumpărarea unor titluri financiare care implică anumite drepturi pentru cel care le-a cumpărat și anumite obligații pentru cel ce le-a emis. Pe piață există două categorii de titluri financiare principale: acțiunile și obligațiunile. În acest articol vom prezenta conceptele generale referitoare la acțiuni și modalitățile prin care ele pot fi evaluate.

➔ Concepte generale

Acțiunile sunt titluri financiare care arată că deținătorul lor este proprietarul unui procent din capitalul propriu al companiei care le-a emis. Cu alte cuvinte, cel ce achiziționează o acțiune devine acționar al societății emitente.

Acțiunile pot fi emise de societățile pe acțiuni cu scopul de a atrage capital suplimentar, ce va conduce la creșterea capitalului propriu. Acțiunile nou-emise pot fi cumpărate de acționarii deja existenți sau de alți investitori, care vor deveni astfel acționari în companie.

Prin prisma riscurilor pe care și le asumă acționarii, acțiunile sunt titluri financiare al căror risc este considerat mai ridicat decât cel al obligațiilor.

Încă de la emiterea acțiunilor, prin prospectul de emisiune se stabilesc o serie de elemente caracteristice ale acestora, cum ar fi:

- numărul de acțiuni nou-emise (n);
- valoarea nominală (VN);
- prețul de emisiune (PE).

Astfel se pot determina valoarea capitalului atras în companie prin emisiune, respectiv modul de încorporare în capitalul propriu:

$$\text{Capitalul atras} = n \times PE,$$

care se va împărți astfel:

- creșterea capitalului social = $n \times VN$;
- prima de emisiune = $n \times (PE - VN)$.

Prin emisiunea de noi acțiuni pentru atragerea de fonduri, valoarea companiei pe piață ar trebui, de asemenea, să crească. Indicatorul care evaluează valoarea dată companiei de piața de capital se numește **capitalizare bursieră** și este exprimat astfel:

$$CB_n = N \times P_n,$$

unde:

CB = capitalizarea bursieră;

N = numărul total de acțiuni emise de companie;

P_n = prețul de piață al unei acțiuni.

De asemenea, prin prospectul de emisiune se stabilește tipul acțiunilor, acestea putând fi **comune** sau **preferențiale**.

Acțiunea comună îi dă deținătorului dreptul de proprietate asupra patrimoniului societății și de vot în cadrul adunării generale a acționarilor (AGA) cu privire la strategiile ce pot fi implementate în companie. Votul său este proporțional cu ponderea deținută în capitalul propriu. De asemenea, acționarul are dreptul să încaseze o cotă-parte din profit proporțională cu ponderea deținută în companie, dacă acesta există (s-a înregistrat un rezultat net pozitiv) și dacă AGA hotărăște distribuirea de dividende.

În același timp, acționarii sunt cei care își asumă cel mai mare risc dintre toate categoriile de stakeholderi, ei fiind cei care sunt remunerați ultimii, după plata salariaților, furnizorilor, creditorilor și a datoriiilor fiscale. Dacă pe parcursul unui an se înregistrează pierdere (un rezultat net negativ), ei sunt cei care o suportă, prin diminuarea capitalului propriu (care reprezintă, de fapt, averea acționarilor).

Acțiunea preferențială îi dă deținătorului dreptul să primească un dividend fix, stabilit de la emiterea acțiunii, în fiecare an în care compania realizează profit. În schimb, acest tip de acțiune limitează sau chiar elimină dreptul deținătorului de a vota în cadrul AGA. Riscul asociat acțiunii preferențiale este considerat mai mic decât cel al acțiunii comune, deoarece se cunoaște valoarea dividendului pe care îl va acorda aceasta atâta timp cât compania are profit, în timp ce dividendul oferit de o acțiune comună depinde atât de profitul înregistrat în acel an, cât și de procentul de distribuire hotărât de AGA.

Pornind de la aceste diferențe, o acțiune comună și una preferențială emise de aceeași companie și listate pe aceeași piață de capital sunt considerate titluri financiare diferite, al căror preț evoluează diferit.

➔ Evaluarea acțiunilor

Evaluarea valorii intrinsece a acțiunii se face pe baza cash flow-urilor viitoare generate de aceasta și a riscului asociat ei. Formula generală este următoarea:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

unde:

V_0 = valoarea acțiunii;

CF = cash flow-ul;

n = perioada de investire;

k = rata de actualizare.

Pentru a utiliza această formulă trebuie impuse anumite ipoteze, ca urmare a caracteristicilor acțiunilor:

- ✓ Acțiunea, în general, nu are dată scadentă. Astfel, perioada de investire depinde de acționar:
 - fie este un investitor pe termen lung, care nu are încă stabilit momentul vânzării titlului, astfel că se poate presupune că perioada de investire este perpetuă ($n \rightarrow \infty$);
 - fie este un investitor care a stabilit momentul vânzării, caz în care trebuie estimat prețul de vânzare.
- ✓ Cash flow-urile generate de acțiune sunt, în general, dividendele primite de acționar:
 - în cazul unei acțiuni preferențiale, acestea sunt cunoscute din prospect, fiind considerate constante în timp și acordate în fiecare an;
 - în cazul unei acțiuni comune, acestea trebuie estimate, considerându-se că dividendele acordate în trecut sunt un indiciu bun pentru viitor.

Pe baza acestor ipoteze s-au creat modelele care sunt folosite în evaluarea acțiunilor:

■ Modelul deținerii titlului pe o perioadă limitată

✓ Implică estimarea dividendelor (Div) ce vor fi primite în perioada de deținere și prețul la care va fi vândută acțiunea (P_n).

✓ Valoarea intrinsecă (V_0) se calculează astfel:

$$V_0 = \frac{Div_1}{(1+k)^1} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \frac{Div_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Div_n + P_n}{(1+k)^n}$$

■ Modelul dividendelor în creștere (Gordon-Shapiro)

✓ Dividendele încasate cresc de la un an la altul cu o rată de creștere (g) constantă, mai mică decât rata de actualizare folosită.

✓ Presupune deținerea acțiunii pe o perioadă nedeterminată ($n \rightarrow \infty$).

✓ Formula de calcul devine astfel:

$$V_0 = \frac{Div_1}{(1+k)^1} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \frac{Div_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+k)^n} =$$

$$\frac{Div_0 \times (1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{Div_0 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{Div_0 \times (1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Div_0 \times (1+g)^n}{(1+k)^n}$$

Aceasta este suma primilor n termeni dintr-o progresie geometrică.

$$V_0 = \frac{Div_0 \times (1+g)}{(1+k)} \times \left[1 + \frac{(1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} \right] = \frac{Div_0 \times (1+g)}{(1+k)} \times \frac{1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k)^n}}{1 - \frac{(1+g)}{(1+k)}} = \frac{Div_0 \times (1+g)}{k-g}$$

■ Modelul dividendelor constante

✓ Presupune deținerea acțiunii pe o perioadă nedeterminată ($n \rightarrow \infty$), deci nu mai trebuie estimat prețul de vânzare.

✓ Dividendele încasate sunt constante în timp (de exemplu, în cazul acțiunilor preferențiale).

✓ Formula de calcul devine astfel:

$$V_0 = \frac{Div}{(1+k)^1} + \frac{Div}{(1+k)^2} + \frac{Div}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Div}{(1+k)^n}$$

Aceasta este suma primilor n termeni dintr-o progresie geometrică.

$$V_0 = \frac{Div}{(1+k)} \times \left[1 + \frac{1}{(1+k)^1} + \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k)^{n-1}} \right] = \frac{Div}{(1+k)} \times \frac{1 - \frac{1}{(1+k)^n}}{1 - \frac{1}{(1+k)}} = \frac{Div}{k}$$

Exemplul 1

Un investitor poate cumpăra astăzi o acțiune a unei companii la prețul de 10 lei.

Se dau următoarele situații:

a) Investitorul dorește să dețină acțiunea pe o perioadă de 3 ani, după care o va vinde la prețul de 12 lei. Acesta estimează că va primi un dividend de 0,5 lei/acțiune în primul an și câte 1 leu/acțiune în anii următori.

b) Investitorul dorește să dețină acțiunea pe o perioadă nelimitată. În ultimii ani, compania a acordat dividende în fiecare an, astfel: 0,41 lei/acțiune acum 4 ani, apoi 0,43 lei/acțiune, 0,45 lei/acțiune, 0,48 lei/acțiune în următorii ani și 0,5 lei/acțiune astăzi.

c) Investitorul dorește să dețină acțiunea pe o perioadă nelimitată. În ultimii 10 ani, compania a acordat dividende de 0,9 lei/acțiune în fiecare an, cu excepția anului trecut, când a înregistrat pierderi.

Ce decizie trebuie să ia investitorul pentru fiecare situație, dacă ia în considerare o rată de rentabilitate de 10%?

a) În această situație, modelul cel mai potrivit este **cel al deținerii titlului pe o perioadă limitată**. Conform acestuia, valoarea intrinsecă este egală cu:

$$V_0 = \frac{Div_1}{(1+k)^1} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \frac{Div_3 + P_3}{(1+k)^3} = \frac{0,5 \text{ lei}}{1 + 10\%} + \frac{1 \text{ leu}}{(1 + 10\%)^2} + \frac{1 \text{ leu} + 12 \text{ lei}}{(1 + 10\%)^3} = 11,05 \text{ lei}$$

Deoarece prețul de cumpărare al acțiunii, de 10 lei, este mai mic decât valoarea ei, de 11,05 lei, achiziționarea acesteia este oportună pentru investitor în condițiile date.

b) Compania a acordat în ultimii 5 ani dividende a căror valoare a crescut de la un an la altul, astfel că modelul cel mai potrivit este **Gordon-Shapiro**. Pentru a-l aplica este nevoie să calculăm rata de creștere a dividendelor (exprimată procentual) în perioada trecută și vom presupune că aceasta se va menține constantă și în intervalul de timp următor. În acest scop vom folosi următorul raționament:

$$Div_n = Div_{n-1} + g_n \times Div_{n-1} = Div_{n-1} \times (1 + g_n)$$

Deci rata de creștere din anul n , g_n , va fi:

$$g_n = \frac{Div_n}{Div_{n-1}} - 1$$

Acest calcul se va face pentru fiecare an din perioada trecută pentru a se determina cu cât la sută a crescut dividendul de acum 3 ani față de cel de acum 4 ani, dividendul de acum 2 ani față de cel de acum 3 ani etc. Pe baza datelor furnizate, ratele de creștere vor fi:

	Anul 4	Anul 3	Anul 2	Anul 1	Anul 0
Dividend acordat (lei)	0,41	0,43	0,45	0,48	0,50
Rata de creștere (%)	-	4,87	4,65	6,67	4,17

Rata de creștere nu a fost constantă în acești ani, însă valorile ei sunt apropiate, astfel că o medie a ratelor de creștere poate fi o bună estimare pentru ce se va întâmpla în viitor. Astfel, rata medie de creștere va fi:

$$g = \frac{\sum_{i=1}^n g_i}{n} = \frac{4,87\% + 4,65\% + 6,67\% + 4,17\%}{4} = 5,09\%$$

Folosind această rată medie de creștere, considerată constantă în viitor, vom calcula valoarea acțiunii:

$$V_0 = \frac{Div_0 \times (1 + g)}{k - g} = \frac{0,5 \text{ lei} \times (1 + 5,09\%)}{10\% - 5,09\%} = 10,7 \text{ lei}$$

Deoarece prețul de cumpărare al acțiunii, de 10 lei, este mai mic decât valoarea ei, de 10,7 lei, achiziționarea acesteia este oportună pentru investitor dacă ipotezele asumate se confirmă.

c) Conform situației prezentate, se poate estima că societatea acordă dividende constante în fiecare an, cu excepția anilor în care înregistrează pierderi. Deci modelul de evaluare potrivit este **cel al dividendelor constante**, respectiv:

$$V_0 = \frac{Div}{k} = \frac{0,9 \text{ lei}}{10\%} = 9 \text{ lei}$$

Pentru că prețul de cumpărare al acțiunii, de 10 lei, este mai mare decât valoarea ei, de 9 lei, achiziționarea acesteia nu este oportună pentru investitor.

⇒ Operațiuni de capital

În anumite situații, AGA poate hotărî să modifice structura capitalului propriu al unei companii.

Principalele operațiuni de capital ce pot avea loc sunt:

- Stock-split – divizarea acțiunilor existente;
- Stock-dividend – acordarea de dividende sub formă de acțiuni;
- Stock-cash – atragerea de noi fonduri prin emiterea de noi acțiuni.

Pentru ușurarea calculelor se vor folosi următoarele prescurtări:

CB = capitalizarea bursieră;

CPR = capitalul propriu;

Csoc = capitalul social;

N = numărul total de acțiuni emise;

n = numărul de acțiuni nou-emise;

P = prețul acțiunii pe piață;

VN = valoarea nominală a unei acțiuni.

■ Stock-split

Stock-split este operațiunea care vizează împărțirea fiecărei acțiuni a companiei în mai multe acțiuni folosind un **factor de splitare s** (o acțiune existentă se va transforma în s acțiuni noi). În acest fel numărul de acțiuni al companiei va crește, însă capitalul ei propriu și capitalizarea ei bursieră nu se vor modifica. De aceea, valoarea nominală a unei acțiuni și prețul ei pe piață trebuie să scadă în mod proporțional. Astfel, această

operațiune ar trebui să conducă la o creștere a lichidității acțiunii pe piață, respectiv ea va fi mai ușor tranzacționată pentru că suma necesară pentru cumpărarea ei va fi mai mică.

a) Înainte de operațiune:

$$CB_0 = N_0 \times P_0$$

$$CPR_0 = N_0 \times VN_0$$

b) După operațiune:

$$N_1 = N_0 \times s$$

$$CB_1 = N_1 \times P_1$$

$$CPR_1 = N_1 \times VN_1$$

$$CB_1 = CB_0 \Rightarrow P_1 = \frac{CB_1}{N_1} = \frac{N_0 \times P_0}{N_0 \times s} \Rightarrow P_1 = \frac{1}{s} \times P_0$$

$$CPR_1 = CPR_0 \Rightarrow VN_1 = \frac{CPR_1}{N_1} = \frac{N_0 \times VN_0}{N_0 \times s} \Rightarrow VN_1 = \frac{1}{s} \times VN_0$$

Ca urmare a acestei operațiuni, acțiunea companiei se modifică (reprezintă o parte mai mică din capitalul său), astfel că prețurile de pe piață ale acțiunii înainte și după splitare nu mai sunt comparabile. Pentru a le face comparabile, toate prețurile înregistrate înainte de operațiune vor fi ajustate cu un factor de corecție (fc), care se calculează astfel:

$$fc = \frac{P_1}{P_0} = \frac{1}{s}$$

Exemplul 2

O companie cu o capitalizare bursieră de 1.000.000 lei, având un capital social de 200.000 lei format din 10.000 de acțiuni, efectuează o operațiune de splitare a acțiunilor cu factorul de splitare 4.

Ne propunem să:

a) *calculăm cursul bursier de echilibru după această operațiune;*

b) *calculăm valoarea factorului de corecție;*

c) *determinăm rata de rentabilitate obținută de un investitor care a cumpărat acțiunea la prețul de 101 lei cu o lună înainte de operațiune și a vândut-o cu prețul de 26 lei la două luni de la splitare și să stabilim dacă investiția făcută a fost rentabilă;*

d) *explicăm cum se modifică în urma acestei operațiuni averea unui acționar care anterior emisiunii deținea 500 de acțiuni cu prețul de 100 lei/acțiune.*

a) Cursul bursier de echilibru reprezintă prețul acțiunii după operațiune. Acesta se calculează cu următoarea formulă:

$$P_1 = \frac{1}{s} \times P_0$$

Conform datelor problemei, $CB_0 = 1.000.000$ lei, $Csoc_0 = 200.000$ lei, $N_0 = 10.000$ acțiuni, iar $s = 4$.

$$\Rightarrow VN_0 = \frac{Csoc_0}{N_0} = \frac{200.000 \text{ lei}}{10.000 \text{ acțiuni}} = 20 \text{ lei}$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{CB_0}{N_0} = \frac{1.000.000 \text{ lei}}{10.000 \text{ acțiuni}} = 100 \text{ lei}$$

$$\Rightarrow P_1 = \frac{1}{5} \times P_0 = \frac{100 \text{ lei}}{4} = 25 \text{ lei}$$

b) Valoarea factorului de corecție se calculează astfel:

$$fc = \frac{P_1}{P_0} = \frac{1}{5} = \frac{1}{4} = 0,25$$

c) Rata de rentabilitate a unei investiții este dată de profitul realizat de aceasta raportat la costul ei. În cazul investiției în acțiuni, profitul este realizat din diferența dintre prețurile de vânzare și cele de cumpărare și, eventual, din încasarea unor dividende (care nu există în această situație), iar costul investiției este chiar prețul de cumpărare. Astfel, rata de rentabilitate poate fi calculată astfel:

$$\text{Rentabilitatea} = \frac{P_{\text{vânzare}} - P_{\text{cumpărare}} + \text{Dividendele încasate}}{P_{\text{cumpărare}}}$$

Însă, din cauza operațiunii de capital (stock-split), prețul de vânzare și cel de cumpărare nu sunt comparabile. De aceea, prețul de cumpărare (înainte de operațiune) va fi ajustat cu factorul de corecție, obținându-se un preț de cumpărare ajustat ($P_{\text{cumpărare}}^*$):

$$P_{\text{cumpărare}}^* = P_{\text{cumpărare}} \times fc = 101 \text{ lei} \times 0,25 = 25,25 \text{ lei}$$

Deci rata de rentabilitate se calculează astfel:

$$\text{Rentabilitatea} = \frac{P_{\text{vânzare}} - P_{\text{cumpărare}}^*}{P_{\text{cumpărare}}^*} = \frac{26 \text{ lei} - 25,25 \text{ lei}}{25,25 \text{ lei}} = 2,97\%$$

Deși pare că investitorul a pierdut cumpărând acțiunea cu 101 lei și vânzând-o cu 26 lei, de fapt a avut o rentabilitate de 2,97%, pentru că fiecare acțiune pe care a cumpărat-o inițial cu 101 lei s-a transformat în 4 acțiuni noi care au fost vândute apoi cu 26 lei fiecare.

d) Înainte de operațiune, averea acționarului (W) era:

$$W_0 = \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} = 500 \text{ acțiuni} \times 100 \text{ lei/acțiune} = 50.000 \text{ lei}$$

După operațiune, investitorul deține un număr mai mare (de 5 ori) de acțiuni al căror preț este mai mic. Astfel, averea acționarului după splitare este:

$$W_1 = \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} = (500 \text{ acțiuni} \times 4) \times 25 \text{ lei/acțiune} = 50.000 \text{ lei}$$

Deci averea acționarului, la fel ca cea a tuturor acționarilor acestei companii, nu se modifică.

■ Stock-dividend

Stock-dividend este operațiunea prin care compania decide să acorde acționarilor săi dividende sub formă de acțiuni nou-emise cu titlu gratuit. Aceasta are loc în momentul în care societatea nu are fonduri pentru a acorda dividende în numerar sau consideră că fondurile pot fi mai bine folosite în activitatea sa (de exemplu, pentru investiții). În mod similar, se vor emite acțiuni noi gratuite dacă entitatea dorește încorporarea unor rezerve în capitalul social. Astfel, acționarii existenți la momentul realizării operațiunii vor primi gratuit un număr de acțiuni noi, similare ca valoare nominală cu cele deja emise, ținându-se cont de ponderea deținută de fiecare dintre ei în capitalul propriu. Ca urmare a creșterii numărului de acțiuni ale companiei fără o majorare similară a capitalului propriu sau a capitalizării bursiere, prețul acțiunii pe piață va scădea. Pentru ca acționarii să nu înregistreze pierderi din cauza reducerii prețului, aceștia primesc, de asemenea, un drept de atribuire (DA) pentru fiecare acțiune deținută.

a) Înainte de operațiune:

$$CB_0 = N_0 \times P_0$$

b) După operațiune:

$$CB_1 = N_1 \times P_1$$

$$N_1 = N_0 \times n,$$

unde n = numărul de acțiuni nou-emise gratuite.

$$CB_1 = CB_0 \Rightarrow P_1 = \frac{CB_1}{N_1} = \frac{N_0 \times P_0}{N_0 + n} = \frac{N_0}{N_0 + n} \times P_0$$

Valoarea dreptului de atribuire se determină astfel:

$$DA = P_0 - P_1$$

Factorul de corecție folosit pentru a ajusta prețurile înainte de operațiune se calculează cu formula:

$$fc = \frac{P_1}{P_0} = \frac{N_0}{N_0 + n}$$

Exemplul 3

O companie cu o capitalizare bursieră de 500.000 lei, având un capital social de 200.000 lei și o valoare nominală a acțiunilor de 20 lei, dorește să acorde dividende sub formă de acțiuni în valoare de 60.000 lei.

Ne propunem să:

- calculăm cursul bursier de echilibru după această operațiune și dreptul de atribuire oferit acționarilor;*
- calculăm valoarea factorului de corecție;*
- determinăm rata de rentabilitate obținută de un investitor care a achiziționat acțiunile companiei la cursul bursier de 39 lei/acțiune cu trei luni înainte de emisiunea de acțiuni și le-a vândut la cursul bursier de 40 lei/acțiune la două luni după operațiune și să stabilim dacă investiția făcută a fost rentabilă;*
- determinăm câte drepturi de atribuire trebuie să dețină un acționar pentru a primi o acțiune gratuită;*
- explicăm cum se modifică în urma acestei operațiuni averea unui acționar care anterior emisiunii deținea 500 de acțiuni cu prețul de 50 lei/acțiune.*

a) Conform datelor problemei, $CB_0 = 500.000$ lei, $C_{soc_0} = 200.000$ lei, $VN_0 = 20$ lei/acțiune, iar $Div = 60.000$ lei, unde Div = valoarea dividendelor.

$$\Rightarrow n = \frac{Div}{VN_0} = \frac{60.000 \text{ lei}}{20 \text{ lei/acțiune}} = 3.000 \text{ acțiuni noi}$$

$$\Rightarrow N_0 = \frac{C_{soc_0}}{VN_0} = \frac{200.000 \text{ lei}}{20 \text{ lei/acțiune}} = 10.000 \text{ acțiuni existente}$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{CB_0}{N_0} = \frac{500.000 \text{ lei}}{10.000 \text{ acțiuni}} = 50 \text{ lei/acțiune}$$

Prețul unei acțiuni după operațiune se calculează astfel:

$$P_1 = \frac{N_0}{N_0 + n} \times P_0 = \frac{10.000 \text{ acțiuni}}{10.000 \text{ acțiuni} + 3.000 \text{ acțiuni}} \times 50 \text{ lei/acțiune} = 38,46 \text{ lei/acțiune}$$

Dreptul de atribuire:

$$DA = P_0 - P_1 = 50 \text{ lei/acțiune} - 38,46 \text{ lei/acțiune} = 11,54 \text{ lei/acțiune}$$

b) Valoarea factorului de corecție se calculează astfel:

$$fc = \frac{P_1}{P_0} = \frac{38,46 \text{ lei/acțiune}}{50 \text{ lei/acțiune}} = 0,7692$$

c) Pentru determinarea ratei rentabilității, trebuie calculat mai întâi prețul de cumpărare ajustat cu factorul de corecție:

$$P_{\text{cumpărare}}^* = P_{\text{cumpărare}} \times fc = 39 \text{ lei/acțiune} \times 0,7692 = 29,9988 \text{ lei/acțiune}$$

Modul de calcul al ratei rentabilității este similar cu cel din exemplul anterior, ținându-se cont și de necesitatea ajustării prețurilor înregistrate înainte de operațiune:

$$\text{Rentabilitatea} = \frac{P_{\text{vânzare}} - P_{\text{cumpărare}}^*}{P_{\text{cumpărare}}^*} = \frac{40 \text{ lei} - 29,9988 \text{ lei}}{29,9988 \text{ lei}} = 33,34\%$$

d) Dacă un acționar ar deține toate cele N_0 acțiuni (ar fi unicul acționar), el ar primi toate cele n acțiuni nou-emise. Deci, pentru a primi o acțiune nou-emisă, un acționar trebuie să dețină:

$$x = \frac{N_0}{n} = \frac{10.000 \text{ acțiuni}}{3.000 \text{ acțiuni}} = 3,33 \text{ drepturi de atribuire}$$

Deoarece nu este posibil să se acorde fracțiuni de titluri și/sau de drepturi de atribuire, anumiți acționari vor fi nevoiți să vândă sau să cumpere drepturi de atribuire pentru a primi un număr întreg de acțiuni nou-emise. Astfel, ponderea deținută de ei se va modifica.

e) Înainte de operațiune, averea acționarului era:

$$W_0 = \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} = 500 \text{ acțiuni} \times 50 \text{ lei/acțiune} = 25.000 \text{ lei}$$

După operațiune, investitorul deține cele 500 de acțiuni și primește câte un drept de atribuire pentru fiecare dintre ele. Astfel, averea sa în companie devine:

$$\begin{aligned} W_1 &= \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} + \text{Număr de acțiuni} \times DA = \\ &= 500 \text{ acțiuni} \times 38,46 \text{ lei/acțiune} + 500 \text{ acțiuni} \times 11,54 \text{ lei/acțiune} = 25.000 \text{ lei} \end{aligned}$$

Deci averea acționarului, la fel ca cea a tuturor acționarilor acestei companii, nu se modifică.

■ Stock-cash

Stock-cash este operațiunea ce are loc atunci când societatea dorește să atragă capital suplimentar de pe piața de capital. Astfel, ea emite acțiuni noi la un preț de emisiune mai mare ca 0, dar mai mic decât prețul actual al acțiunilor pe piață (pentru a le face mai atractive pe cele noi). Ca urmare a creșterii ofertei de acțiuni, prețul acestora după operațiune scade, astfel că, pentru a nu-și pierde averea, acționarii existenți vor primi câte un drept de subscriere (DS) pentru fiecare acțiune deținută. Aceștia au primii dreptul de a cumpăra noile acțiuni, însă, dacă ei refuză, titlurile vor putea fi achiziționate de orice investitor de pe piață.

a) Înainte de operațiune:

$$CB_0 = N_0 \times P_0$$

b) După operațiune:

$$CB_1 = N_1 \times P_1$$

$$N_1 = N_0 \times n,$$

unde n = numărul de acțiuni nou-emise gratuite.

$$CB_1 = CB_0 + n \times PE \Rightarrow P_1 = \frac{CB_1}{N_1} = \frac{N_0 \times P_0 + n \times PE}{N_0 + n},$$

unde PE = prețului de emisiune al noilor acțiuni.

Valoarea dreptului de subscriere se determină astfel:

$$DS = P_0 - P_1$$

Factorul de corecție folosit pentru a ajusta prețurile înainte de operațiune se calculează cu formula:

$$fc = \frac{P_1}{P_0}$$

Exemplul 4

O companie având capitalul social format din 10.000 de acțiuni cu valoarea nominală de 30 lei și un curs bursier de 100 lei dorește să atragă un capital suplimentar de 180.000 lei prin emisiunea de acțiuni noi la prețul de 90 lei/acțiune.

Ne propunem să:

- calculăm cursul bursier de echilibru după emisiune;*
- calculăm valoarea dreptului de subscriere;*
- calculăm valoarea factorului de corecție;*
- determinăm rata de rentabilitate obținută de un investitor care a achiziționat acțiunile companiei la cursul bursier de 96 lei/acțiune cu două luni înainte de emisiunea de acțiuni și le-a vândut la cursul bursier de 100,5 lei/acțiune la o lună după operațiune și să stabilim dacă investiția făcută a fost rentabilă;*
- explicăm cum se modifică în urma acestei operațiuni averea unui acționar care anterior emisiunii deținea 100 de acțiuni.*

a) Conform datelor problemei, $N_0 = 10.000$ acțiuni, $VN_0 = 30$ lei/acțiune, $P_0 = 100$ lei/acțiune, $K_{supl} = 180.000$ lei, $PE = 90$ lei/acțiune, unde K_{supl} = capitalul suplimentar și PE = prețul de emisiune al noilor acțiuni.

$$\Rightarrow n = \frac{K_{supl}}{PE} = \frac{180.000 \text{ lei}}{90 \text{ lei/acțiune}} = 2.000 \text{ acțiuni noi}$$

$$P_1 = \frac{CB_1}{N_1} = \frac{N_0 \times P_0 + n \times PE}{N_0 + n} = \frac{10.000 \text{ acțiuni} \times 100 \text{ lei/acțiune} + 2.000 \text{ acțiuni} \times 90 \text{ lei/acțiune}}{12.000 \text{ acțiuni}} = 98,33 \text{ lei/acțiune}$$

Acțiunile nou-emise vor avea aceeași valoare nominală ca cele inițiale (30 lei). Astfel, capitalul suplimentar atras va fi inclus în capitalul propriu al companiei după cum urmează:

- Capitalul social va crește cu 60.000 lei (2.000 de acțiuni cu valoarea nominală de 30 lei).
- Se vor înregistra prime din emisiunea de acțiuni egale cu 120.000 lei (2.000 acțiuni x (90 lei/acțiune – 30 lei/acțiune) sau diferența rămasă până la 180.000 lei).

b) Valoarea dreptului de subscriere se determină astfel:

$$DS = P_0 - P_1 = 100 \text{ lei/acțiune} - 98,33 \text{ lei/acțiune} = 1,67 \text{ lei/acțiune}$$

c) Valoarea factorului de corecție se calculează astfel:

$$fc = \frac{P_1}{P_0} = \frac{98,33 \text{ lei/acțiune}}{100 \text{ lei/acțiune}} = 0,9833$$

d) Inițial se ajustează prețul de cumpărare:

$$P_{\text{cumpărare}}^* = P_{\text{cumpărare}} \times fc = 96 \text{ lei/acțiune} \times 0,9833 = 94,3968 \text{ lei/acțiune}$$

Modul de calcul al ratei rentabilității este similar cu cel din exemplul anterior, ținându-se cont și de necesitatea ajustării prețurilor înregistrate înainte de operațiune:

$$\text{Rentabilitatea} = \frac{P_{\text{vânzare}} - P_{\text{cumpărare}}^*}{P_{\text{cumpărare}}^*} = \frac{100,5 \text{ lei} - 94,3968 \text{ lei}}{94,3968 \text{ lei}} = 6,47\%$$

e) Înainte de operațiune, averea acționarului era:

$$W_0 = \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} = 100 \text{ acțiuni} \times 100 \text{ lei/acțiune} = 10.000 \text{ lei}$$

După operațiune, investitorul deține cele 100 de acțiuni și primește câte un drept de subscriere pentru fiecare dintre ele. Astfel, averea sa în companie devine:

$$\begin{aligned} W_1 &= \text{Număr de acțiuni} \times \text{Preț/acțiune} + \text{Număr de acțiuni} \times DS = \\ &= 100 \text{ acțiuni} \times 98,33 \text{ lei/acțiune} + 100 \text{ acțiuni} \times 1,67 \text{ lei/acțiune} = 10.000 \text{ lei} \end{aligned}$$

Deci averea acționarului, la fel ca cea a tuturor acționarilor acestei companii, nu se modifică.

Atenție!

✓ Valoarea dreptului de atribuire și a celui de subscriere, după caz, nu pot fi niciodată negative, având în vedere că ele se tranzacționează pentru a împiedica înregistrarea unei pierderi de către acționarii existenți la data realizării operațiunii.

✓ Valoarea factorului de corecție este întotdeauna mai mică decât 1, dar pozitivă, pentru că acesta apare pentru ajustarea creșterii numărului de acțiuni din structura capitalului unei companii.

✓ Rata de rentabilitate se măsoară procentual și poate fi pozitivă sau negativă, în funcție de evoluția prețului pe piață. Ea este aceeași indiferent de numărul de acțiuni tranzacționate. Ceea ce se modifică pe măsura achiziționării mai multor acțiuni este suma necesară pentru a le cumpăra și cea obținută prin vânzarea lor.

Bibliografie

1. Dragotă, V., Ciobanu, A., Obreja, L., Dragotă, M. (2003), *Management financiar*, vol. II, *Politici financiare de întreprindere*, Editura Economică, București.
2. Dragotă, V., Obreja Brașoveanu, L., Dragotă, I.-M. (2012), *Management financiar*, vol. I, *Diagnosticul financiar al companiei*, ediția a II-a, Editura Economică, București.
3. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., Jordan, B.D. (2016), *Corporate Finance*, ediția a XI-a, McGraw-Hill, New York.
4. Stancu, I., Obreja Brașoveanu, L., Stancu, A.T. (2015), *Finanțe corporative*, Editura Economică, București.
5. Stancu, I., Stancu, D. (2012), *Finanțe corporative cu Excel*, Editura Economică, București.

☞ Acest articol este preluat din lucrarea *Finanțe și management financiar*, ediția a IV-a, autori Elena Valentina Țilică și Radu Ciobanu, apărută la Editura CECCAR în anul 2023.