

DREJTIMI FINANCIAR I NDËRMARRJEVE DHE I SHOQËRIVE

JEAN-LOUIS AMELON

DREJTIMI  
FINANCIAR  
I NDËRMARRJEVE  
DHE I  
SHOQËRIVE  
JEAN-LOUIS  
AMELON





UNIVERSITETI I EJL  
JNE УНИВЕРЗИТЕТ  
SEE UNIVERSITY





AMÉLON  
JEAN-LOUIS  
SHOËRIVE  
DHE I  
INDÈRMARRLEVE  
FINANCIAR  
DRELTIMI



Ky libër është bërë me  
mbështetjen e Ambasadës së  
Fransës në Shkup -  
Republikën e Maqedonisë -  
si kundra të projektit për  
bashkëpunim me  
Universitetin e Evropës  
Të Jugut në Tiranë.

Titulli i originalit:  
JEAN-LOUIS AMELON  
GESTION FINANCIERE  
4e édition REVUE ET AUGMENTÉE  
MAXIMA, LAURENT du MESNIL Editeur, Paris 2004

DREJTIMI  
FINANCIAR  
I NDËRMARRJEVE  
DHE I  
SHOQËRIVE  
JEAN-LOUIS  
AMELON





Për botimin shpirtë © Logos-A, 2005

Shënim i CIP katalogut / Aletë t'ri iponket  
në Bibliotekën Kombëtare dhe Universitare "Shtet  
Kësë t'vër gjithashtu ruvet të gjestë në bibliotekën elektronike të SMS "Logos-A"  
në adresën e internetit <http://www.logos-a.com>

Të gjitha të drejtat janë të rezervuara.

Ajo që gjestë e Aletë publikimi nuk mund të riprodhohet, vendoset në një sistem tërheqës  
apo të transmetohet në formë ose mënyrë të ndryshme si elektronikë, mekanike, fotografike,  
nëse ajo të tjerë të ngjashme me këto, pa lejen paraprake të mikatitit të të drejtës për publikim.  
Shtjja e këtyrë shtjja e mikrotrabot kushtetve të sepante të çaktësara nga botuesi.  
Libri nuk mund të jetë objekt i ribotjes, i edonjë përkullimit tjetër të çfarëdo forme,  
apo të riprodhohet ndonjë ndryshimi, pa përjashtim paraprak të botuesit apo distributorit të autorizuar.

AMELON  
JEAN-LOUIS  
SHOËRIVE  
DHE I  
INDËRMARRJEVE  
FINANCIAR  
DREJTIMI

E PËRKTHEU NGA FRËNÇJISHTJA  
XHEVAI LLOSHI



DREJTIMI  
FINANCIAR  
I NDËRMARRJEVE  
DHE I  
SHOQËRIVE  
JEAN-LOUIS  
AMELON





Biblioteka:  
Tekste UNIVERSITARE

PËR BOTUESIN:  
Adnan Ismaili  
Redaktor i përgjithshëm:  
prof. dr. Xhevat Lloshi  
Bashkërendues i botimit:  
Zekërija Ibrahim

Redaktor artistik:  
Edi Aqagjyshi  
Redaktor teknik:  
Halil Berisha

Mbikëqyrës i shtypit:  
Imer Gogjuli  
Përgatitja kompjuterike:  
Focus Pro - Shkup

9989-58-173-8



DREJTIMI  
FINANCIAR  
I NDËRMARRJEVE  
DHE I  
SHOQËRIVE  
JEAN-LOUIS  
AMELON

[www.logos-a.com](http://www.logos-a.com)





















# PËRMBAJTJA

PËRMBAJTJA .....	7
PARATHËNIE .....	ERROR! Bookmark not defined.
Hyrje .....	21
PJESA I .....	25
Nga gjendjet financiare te diagnoza financiare .....	25
KREU I .....	27
INTERPRETIMI FINANCIAR I GJENDJEVE KONTABËL DHE FINANCIARE SINTETIZUESE .....	27
Seksioni I: INFORMACIONI KONTABËL DHE ANALIZA FINANCIARE .....	29
1. INFORMACIONI KONTABËL .....	29
1.1. Botimi publik i llogarive të shoqërisë .....	29
1.2. Dokumentet kontable .....	29
1.3. Parimet kontable .....	30
1.4. Normativizimi kontabël .....	31
1.4.1. Normativizimi kontabël në Francë .....	31
1.4.2. Komisioni i Bashkësive Europiane .....	32
1.4.3. Normat kontable ndërkombëtare të IASB .....	32
1.4.4. Normativizimi kontabël në Shtetet e Bashkuara .....	33
2. Kontabiliteti dhe analiza financiare: këndvështrime të ndryshme .....	34
Seksioni II: Bilanci .....	35
1. Aktivi i bilancit .....	37
1.1. Aktivi i ngurtësuar .....	37
1.1.1. Ngurtësimet të patrupëzuara .....	37
1.1.2. Kapitalët e ngurtësuar të trupëzuara .....	41
1.1.3. Amortizimet .....	45
1.1.4. Kapitalët e ngurtësuar financiare .....	49
1.2. Aktivi qarkullues .....	51
1.2.1. Stoket dhe në procesin e prodhimit .....	51
1.2.2. Kreditimet .....	54
1.2.3. Vlerat e luajtshme të investimit .....	55
1.2.4. Mjetet e disponueshme .....	55
1.3. Kontot e rregullimit aktiv .....	55
1.4. Diferencat e konvertimit .....	56
2. Pasivi i bilancit .....	56
2.1. Kapitalët e veta .....	57
2.1.1. Kapitali i shoqërisë .....	57
2.1.2. Prime të emetimit, shkrirjes, derdhjes .....	57
2.1.3. Diferenca e rivlerësimit .....	57
2.1.4. Rihedhje .....	58
2.1.5. Rezultati neto i ushtrimit .....	58
2.1.6. Rezervat .....	58
2.1.7. Subvencione investimi .....	58
2.1.8. Rezerva rregullatore .....	59
2.2. Rezervat .....	60
2.2.1. Rezervat për zhvlerësim .....	60
2.2.2. Rezervat për rreziqet dhe barrët .....	60
2.2.3. Rezervat rregullatore .....	62
2.3. Fondet e tjera të vetat (ose kapitalët pothuaj të vetat) .....	62
2.4. Borxhet .....	63
2.4.1. Borxhet financiare .....	63

2.4.2. PARADHËNIE DHE PARAPAGËME TË MARRA NGA POROSITË NË PROCES.....	63
2.4.3. BORXHET E SHFRYTËZIMIT.....	63
2.4.4. BORXHE TË NDRYSHME.....	63
2.4.5. LLOQARITË E RREGULLIMIT PASIV.....	64
2.4.6. DIFERENCA E KONVERTIMIT PASIV.....	65
<b>SEKSIONI III: Bilanci financiar.....</b>	<b>67</b>
1. ANALIZA TRASHËGIMORE: bilanci i likuiditetit.....	67
1.1. QASJA LIKUIDITET – KËRKUESHMËRI.....	67
1.2. RITRAJTIMET E QASJES TRASHËGIMORE.....	68
1.2.1. RITRAJTIMET AKTIVE.....	68
1.2.2. RITRAJTIMET PASIVE.....	69
1.3. Kufijtë e bilancit likuiditet.....	69
2. QASJA FUNKSIONALE.....	72
<b>SEKSIONI IV: ANALIZA E LLOQARISË SË REZULTATIT DHE SALDOT E NDËRMJETME TË MENAXHIMIT.....</b>	<b>73</b>
1. LLOQARIA E REZULTATIT.....	73
1.1. REZULTATI I SHFRYTËZIMIT.....	76
1.2. REZULTATI FINANCIAR.....	77
1.3. REZULTATI I JASHTËZAKONSHËM.....	77
1.4. REZULTATI I USHTRIMIT.....	77
2. SALDOT E NDËRMJETME TË MENAXHIMIT (SIG).....	79
2.1. MARZHI TREGJAR.....	79
2.2. PRODHIMI.....	80
2.3. VLERA E SHTUAR.....	80
2.4. TEPRICA BRUTO E SHFRYTËZIMIT (TBS) (OSE MUNGESA BRUTO E SHFRYTËZIMIT).....	81
3. Lidhja VEPRIMTARI-RENTABILITET.....	81
3.1. Pika e vdekur.....	82
3.1.1. PËRCAKTIMI I PIKËS SË VDEKUR.....	82
3.1.2. INTERESI QË PARAQET NOCIONI I PIKËS SË VDEKUR.....	83
3.1.3. Efekti GËRSHËRË.....	85
3.2. Koeficienti i NGRITJES SË SHFRYTËZIMIT (KNS).....	85
<b>SEKSIONI IV: SHTOJCA.....</b>	<b>87</b>
<b>KREU 2.....</b>	<b>97</b>
Ekilibri financiar statik.....	97
FONDET E QARKULLIMIT – NEVOJAT PËR FONDE QARKULLIMI – Kapitali i disponueshëm.....	97
<b>SEKSIONI I: Fondi i qarkullimit.....</b>	<b>99</b>
1. PËRKUFIZIMI DHE NJËSIMI.....	99
2. ZBATIM.....	100
<b>SEKSIONI II: Nevoja për fonde qarkullimi.....</b>	<b>101</b>
1. PËRKUFIZIMI DHE NJËSIMI.....	101
2. ZBATIM.....	102
<b>SEKSIONI III: Kapitali i disponueshëm.....</b>	<b>103</b>
1. PËRKUFIZIMI DHE NJËSIMI.....	103
2. ZBATIM.....	103
3. RELACIONI THEMELOR I KAPITALIT TË DISPONUESHËM.....	103
<b>SEKSIONI IV: VËREJTJE PËR NOCIONET E FO-NFO DHE KAPITALIN E DISPONUESHËM.....</b>	<b>105</b>
<b>KREU 3.....</b>	<b>107</b>
Metoda e përpjesëtimit.....	107
<b>SEKSIONI I: PËRPJESËTIMET E STRUKTURËS OSE TË GJENDJES.....</b>	<b>109</b>
1. PËRPJESËTIMET E STRUKTURËS SË AKTIVIT.....	109
2. PËRPJESËTIMET E STRUKTURËS SË PASIVIT.....	109
<b>SEKSIONI II: PËRPJESËTIMET E SËNTEZËS OSE TË EKUILIBRIT FINANCIAR.....</b>	<b>111</b>
1. PËRPJESËTIMET E FINANCIMIT OSE FONDI I QARKULLIMIT.....	111
2. PËRPJESËTIMET E KAPITALIT TË DISPONUESHËM.....	111
<b>SEKSIONI III: PËRPJESËTIMET E MENAXHIMIT.....</b>	<b>113</b>
1. Qarkullimi i stoqeve.....	113
2. VONESAT NË MBULIMIN E KREDITIMEVE.....	113
3. VONESAT E SHLYERJES SË FURNIZUESVE.....	114
4. Qarkullimi i kapitalit.....	114
<b>SEKSIONI IV: PËRPJESËTIMET E RENTABILITETIT.....</b>	<b>115</b>
1. RENTABILITETI I SHFRYTËZIMIT.....	115



2. RENTABILITETI EKONOMIK.....	115
3. RENTABILITETI FINANCIAR.....	116
Seksioni V: METODA E PIKËVE.....	117
1. PIKËZIMI I BANKËS SË FRANCËS.....	117
2. PIKËZIMI SIPAS CONAN-IT DHE HOLDER-IT.....	118
KREU 4:.....	119
TABELAT E FINANCIMIT DHE TË FLUKSIT.....	119
Seksioni I: TABELAT E PLANIT KONTABEL TË PËRGJITHSHËM TË VITIT 1982.....	121
1. PARIMI I HARTIMIT.....	121
1.1. LIDHJA BILANC-TABELË E FINANCIMIT.....	121
1.2. LIDHJA ILOGJARI E REZULTATIT – TABELA E FINANCIMIT.....	122
1.2.1. MËNYRA E NJEHSIMIT TË AVF.....	122
1.2.2. VETËFINANÇIMI.....	123
2. NDËRTIMI I TABELËS SË FINANCIMIT TË PLANIT KONTABEL TË PËRGJITHSHËM TË VITIT 1982.....	123
2.1. TABELA I: BURIMET DHE PUNËT GJATË USHTRIMIT.....	123
2.1.1. BURIMET AFATGJATA.....	123
2.1.2. PUNËT E QËNDRUESHME.....	124
2.2. TABELA II: PËRDORIMI I VARIACIONIT TË FONDIT TË QARKULLIMIT NETO GLOBAL.....	124
Seksioni II: TABELAT E QËNDRËS SË BILANCEVE TË BANKËS SË FRANCËS.....	125
1. TABELA E PUNËVE DHE BURIMEVE.....	125
2. TABELA E FLUKSIT TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM.....	125
Seksioni III: TABELA SHUMËVJEÇARE E FLUKSEVE FINANCIARE E G. DE MURARD (TSFF).....	127
PJESA 2.....	131
FINANÇIMI DHE POLITIKA FINANCIARE E NDËRMARRJES.....	131
KREU 5.....	133
Opsionet.....	133
Seksioni I: PËRKUFIZIMET, VETITË DHE MEKANIZMAT.....	135
1. PËRKUFIZIMET:.....	135
2. VERA E OPSIONIT:.....	137
2.1. VERA E VETËSISHME.....	137
2.2. VERA NË KOHË.....	137
3. MARRËDHËNIA E PARITETIT CALL-PUT:.....	137
3.1. STRATEGJIA E BLERJES SË NJË CALL-I DHE SHITJA E NJË PUT-I.....	137
3.2. STRATEGJIA AKSION PLUS OPSION SHITJEJE.....	139
3.3. STRATEGJIA AKTIV PA RREZIK PLUS OPSIONI I BLERJES.....	139
3.4. Ekuacioni i paritetit call-put.....	140
Seksioni II: Vlerësimi i opsioneve.....	141
1. Modeli binomial.....	141
2. Modeli i Black-ut dhe Scholes-it.....	143
KREU 6.....	145
FINANÇIMI AFATSHKURTËR I NDËRMARRJES.....	145
Seksioni I: KREDITË AFATSHKURTRA.....	147
1. KREDITË NGA MOBILIZIMI I KREDITIMEVE TREGTARE.....	147
1.1. Skontoja tregtare.....	147
1.1.1. Mekanizmi i skontos.....	147
1.1.2. PËRPARËSITË DHE TË METAT E SKONTOS.....	148
1.2. Kredia e mobilizimit të kreditimeve tregtare.....	148
1.2.1. Funksionimi i KMKT.....	148
1.2.2. PËRPARËSITË DHE KUFIZIMET E KMKT.....	148
1.3. Çeku i këmbimit i ngritur (ÇKN).....	149
1.4. Skontoja me procedurë DAILY.....	149
2. KREDITË E KAPITALIT TË DISPONUESHËM.....	149
2.1. Mjeti i arkës.....	149
2.2. KREDITË E ZBULUARA.....	150
3. FORMAT E TJERA TË KREDIVE AFATSHKURTRA.....	150
3.1. Obligacionet me dorëzani.....	150
3.2. BONOT E THESARIT.....	151
3.3. Faturimi.....	151
3.4. Titullimi.....	151

SEKSIONI II: KOSTOJA E FINANCIMEVE AFATSHKURTRA .....	153
1. NORMAT E INTERESIT .....	153
1.1. NORMA E BAZËS BANKARE (NBB) .....	153
1.2. NORMA E REFERIMIT AFATSHKURTËR .....	153
2. KOMISIONET BANKARE .....	154
2.1. KOMISIONI I KREDISË MË TË ZBULUAR (KKMZ) .....	154
2.2. KOMISIONI I LËVIZJES .....	155
2.3. KOMISIONI I SIQLIMIT .....	155
2.4. KOMISIONI I AKORDIT .....	155
3. DITËT E VLERËS .....	155
SEKSIONI III: MENAXHIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM .....	157
1. ROLI I ARKËTARIT .....	157
2. BUXHETI OSE PLANIFIKIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM .....	157
2.1. PARASHIKIMI I ARKËTIMEVE .....	158
2.2. PARASHIKIMET E DALJEVE NGA ARKA .....	158
2.3. EKUILIBRIMI I SALDOVE MUJORE TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM .....	159
3. MENAXHIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM NGA DITË NË DITË .....	159
3.1. PARASHIKIMET AFATSHKURTRA TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM .....	159
3.2. MENAXHIMI I NJË NUMRI LLOQARISH BANKARE .....	160
3.3. OBJEKTIVI PËR "KAPITAL TË DISPONUESHËM ZERO" .....	161
4. KONTROLLI I KOSTOVE TË FINANCIMIT AFATSHKURTËR .....	162
4.1. BISEDIMI ME BANKAT .....	162
4.2. KONTROLLI I KUSHTEVE BANKARE .....	163
SEKSIONI IV: MENAXHIMI I RREZIKUT TË NORMËS SË INTERESIT .....	165
1. FORWARD-FORWARD DHE FORWARD RATE AGREEMENT (FRA) .....	165
1.1. FORWARD-FORWARD OSE AFAT-AFAT .....	165
1.2. MARRËVESHJA ME FORWARD RATE (FRA) .....	167
2. SWAP-E TË NORMËS SË INTERESIT .....	167
3. TREGJET ME AFAT TË INSTRUMENTEVE FINANCIARE .....	169
3.1. ORGANIZIMI DHE FUNKSIONIMI I TREGJEVE ME AFAT .....	169
3.2. STRATEGJITË E PËRDORIMIT TË TREGJEVE ME AFAT NGA ANA E NDËRMARRJEVE .....	169
4. OPSIONET E NORMËS SË INTERESIT .....	171
4.1. MEKANIZMI I OPSIONIT TË NORMËS SË INTERESIT .....	171
4.2. ZBATIMI .....	172
5. CAP, FLOOR, COLLAR .....	172
5.1. CAP (OSE TAVANI I NORMËS SË INTERESIT) .....	173
5.2. FLOOR (OSE DYSHEMEJA E NORMËS SË INTERESIT) .....	173
5.3. COLLAR (OSE TUNELI) .....	173
KREU 7 .....	175
FINANCIMI AFATMESËM DHE AFATGJATË .....	175
SEKSIONI I: VETËFINANCIMI .....	177
SEKSIONI II: OPERACIONET NË KAPITAL .....	179
1. KUSHTET JURIDIKE TË ZGJERIMIT TË KAPITALIT .....	179
2. FORMAT E NDRYSHME TË ZGJERIMIT TË KAPITALIT .....	179
3. PËRCAKTIMI I PARAMETRAVE TË SHTIMIT TË KAPITALIT .....	180
4. HOLLËSIMI .....	182
5. ROLI I BANKAVE .....	182
6. PRODUKTET E PREJARDHURA NGA AKSIONI .....	182
6.1. BONOT E NËNSHKRIMIT TË AKSIONEVE (B. S. A.) .....	182
6.2. AKSIONET E PRIVILEGJUARA .....	183
6.3. AKSIONET ZVARRITËSE .....	184
7. PAKËSIMI I KAPITALIT .....	184
7.1. TASTA E FIZARMONIKËS .....	184
7.2. RIBLERJA E AKSIONEVE .....	185
SEKSIONI III: FINANCIMET HIBRIDE .....	187
1. POTHUAJ FONDE TË VETA .....	187
1.1. HUADHËNIET PJSËMARRËSE .....	187
1.2. TITUJT PJSËMARRËS .....	187
1.3. TITUJT E NËNRENDITUR .....	188
1.4. FINANCIMI NDËRKATËSH .....	188



1.5. VËRTETIMET E INVESTIMIT (VI) .....	189
1.6. Obligacionet e rimbursueshme në aksione (ORA).....	189
1.7. Llogaritë rrjedhëse të partnerëve (LRP).....	189
2. Titujt opsionalë.....	190
2.1. Obligacionet e konvertueshme në aksione .....	190
2.1.1. Përkufizimi.....	190
2.1.2. Të mirat dhe të metat e obligacioneve të konvertueshme për huamarrësin	190
2.1.3. Mekanizmat e konvertimit.....	191
2.2. Obligacionet në bono nënshkrimi të aksioneve (OBSA) .....	192
2.2.1. Përkufizimi dhe karakteristikat.....	192
2.2.2. Krahasimi me obligacionin e konvertueshëm.....	193
2.2.3. Disa produkte të tjera të prejardhura nga obligacioni .....	193
Seksioni IV: Financimet afatmesme dhe afatgjata .....	195
1. Financimi bankar afatmesëm dhe afatgjatë.....	195
2. Huaja "klasike" në obligacione .....	196
2.1. Kushtet e emetimit në obligacione.....	196
2.2. Karakteristikat kryesore të huasë në obligacione.....	196
2.3. Modalitetet e rimbursimit të huasë në obligacione.....	197
2.4. Roli i bankave.....	197
2.5. Tregu dytësor dhe kuotimi i obligacioneve .....	197
2.5.1. Tregu dytësor.....	197
2.5.2. Kuotimi i obligacioneve.....	198
2.5.3. Raporti ndërmjet normave të interesave dhe vlerës së obligacionit.....	198
2.5.4. Ndjeshmëria.....	198
2.5.5. Kohëzgjatja.....	198
2.6. Huatë me norma të ndryshueshme .....	199
2.7. Rating-u ose notëzimi financiar.....	199
3. Kredi me qiradhënie .....	200
KREU 8 .....	203
Politika financiare e ndërmarrjes .....	203
Seksioni I: Kostoja e kapitalit .....	205
1. Përcaktimi i koston së burimeve të financimit .....	205
1.1 Kostoja e borxheve .....	205
1.2. Kostoja e kapitaleve të veta .....	206
1.2.1. Metoda e vlerësimit nëpërmjet dividendeve.....	207
1.2.2. Modeli i vlerësimit të aktiveve financiare: MEDAF.....	207
1. Njehsimi i koston së kapitalit.....	209
Seksioni II: Struktura e financimit .....	211
1. Efekti i levës.....	211
2. Teoritë e Modilianit dhe të Milerit .....	212
2.1. Teorema e parë e Modilianit dhe Milerit: në mungesë të fiskalitetit (1958)	212
2.2. Teorema e dytë e Modilianit e Milerit: duke marrë parasysh fiskalitetin (1963)	213
3. Pasojat e koston së falimentimit mbi strukturën financiare.....	213
4. Ndhimesat e teorisë së agjencës dhe të teorisë së sinjalit për strukturën financiare	214
4.1. Teoria e agjencës dhe struktura financiare .....	214
4.2. Teoria e sinjalit dhe struktura financiare .....	216
5. Teoria e "Pecking Order".....	217
Seksioni III: Politika e dividendeve.....	219
1. Teoritë lidhur me politikën e dividendeve.....	219
1.1. Teza për asnjësinë e politikës së dividendeve.....	219
1.2. Argumentet në të mirë të mosasnjësisë së politikës së dividendëve.....	220
2. Vënia në veprim e politikës së dividendeve.....	221
2.1. Politikat kryesore të dividendeve.....	221
2.2. Modalitetet praktike për shpërndarjen e dividendit .....	222
Pjesa 3 .....	223
Vendimet strategjike të rritjes: investimet dhe shkrirjet-blerjet .....	223
KREU 9 .....	225
Vlera e kohës dhe aktualizimi .....	225

Seksioni I: Parimet bazë.....	227
Seksioni II: Aktualizimi dhe kapitalizimi.....	231
1. Kapitalizimi .....	231
2. Aktualizimi.....	233
Seksioni III: NORMA E BARASVLERSHME DHE NORMA PËR PJESËTIMORE.....	235
Seksioni IV: KËSTET VJETORE.....	237
1. Vlera përfundimtare e një vargu kështesh vjetore konstante .....	237
2. Vlera aktuale e një vargu kështesh vjetore konstante.....	237
<b>KREU 10</b> .....	239
Rritja e brendshme: investimi .....	239
Seksioni I: Karakteristikat e përgjithshme të investimit.....	241
1. Tipologjia e investimit.....	241
1.1. Klasifikimi sipas natyrës së investimeve .....	241
1.2. Klasifikimi sipas objektivave .....	241
1. Procesi i vendimmarrjes.....	242
2.1. Faza e perceptimit.....	242
2.2. Faza e formulimit .....	242
2.3. Faza e vlerësimit .....	243
2.4. Faza e zgjedhjes.....	243
3. Kuantifikimi i kronikës së flukseve të kapitalit të disponueshëm të investimit... ..	243
3.1. Shpenzimet e investimit .....	243
3.2. Kohëzgjatja e jetës së investimit.....	243
3.3. Hyrjet neto të investimit.....	244
4. Marrja parasysh e inflacionit .....	244
Seksioni II: Kriteret e përzgjedhjes së investimeve .....	247
1.2. Vlerësimi i kriterit.....	247
1.3. Vonesa e rikuperimit të aktualizuar .....	248
2. Vlera aktuale neto (VAN).....	248
2.1. Shembull njehsimi për VAN .....	249
2.2. Vlerësimi i kriterit.....	249
3. Norma e rendimentit të brendshëm (N.R.B.).....	251
3.1. Shembull njehsimi të NRB .....	251
3.2. Vlerësimi i kriterit.....	252
3.3. VAN apo NRB, cili kriter të zgjidhet?.....	252
4. Treguesi i rentabilitetit .....	253
4.1. Shembull njehsimi për treguesin e fitimprurjes.....	253
4.2. Vlerësimi i kriterit.....	253
Seksioni III: Vendimi për investim dhe rreziku.....	255
1. Metoda e zmadhimit të normës së aktualizimit dhe e ekuivalentit të sigurtë ... ..	255
2. Metoda e probabiliteteve .....	255
3. Metoda e simulimit probabilist.....	257
4. Metoda e drurëve të vendimit.....	258
5. Opsionet reale dhe zgjedhja e investimeve .....	259
5.1. Opsioni i kalimit .....	261
5.2. Opsioni i rritjes i përcjijet shembullit tonë të parë .....	262
5.3. Opsioni për të nisur një projekt.....	262
5.4. Opsioni për ta shtyrë realizimin e projektit .....	262
5.5. Opsioni i braktisjes .....	262
<b>KREU 11</b> .....	265
Rritja e jashtme: shkrirjet dhe blerjet.....	265
Seksioni I: Tipologjia dhe modalitetet e operacioneve të blerjes e të marrjes së kontrollit .....	267
1. Grumbullimi i titujve në bursë .....	267
2. Marrja e një blloku kontrolli .....	268
3. Oferta Publike për Blerjen dhe Oferta Publike për Këmbim. (Ofertat Publike të Blerjes). .....	268
3.1. Shtjellimi i një OPB.....	268
3.1.1. Procedura normale .....	268
3.1.2. Procedura e thjeshtuar .....	269
3.1.3. Oferta Publike e Tërheqjes (OPT).....	269



3.2. Mbrojtjet kundër-OPB.....	269
3.2.1. Mjetet e mbrojtjes parandaluese.....	270
3.2.2. Mjetet mbrojtëse gjatë OPB-së.....	271
4. Operacionet jashtë bursës: shkrirjet, prurjet e pjeshme të aktiveve.....	272
4.1. Shkrirja.....	272
4.2. Prurja e pjeshme e aktivit.....	273
4.3. Ndarja.....	273
Seksioni II: Vlerësimi i ndërmarrjeve.....	275
1. Qasja trashëgimore.....	275
1.1. Aktiv neto kontabël i korrigjuar (ANKK).....	276
1.2. Vlera substanciale.....	276
1.3. Kapitallet e nevojshme për shfrytëzimin (KPNS).....	277
2. Vlerësimi nëpërmjet aktualizimit të fluksit të kapitalit të disponueshëm (ose përsëri metoda DCF).....	277
2.1. Flukset financiare që merren.....	278
2.2. Norma e aktualizimit që duhet marrë.....	279
2.3. Cili horizont parashikimi të merret?.....	279
2.4. Anët me interes dhe kufizimet e metodës DCF.....	279
3. Metodatat e vlerësimit të bursës.....	280
3.1. Price Earning Ratio (PER).....	280
3.2. Modeli i Bates-it.....	280
3.3. Vlera e rentabilitetit dhe vlera e rendimentit.....	281
4. Metodatat e përziera.....	281
4.1. Metodatat e drejtpërdrejta.....	282
4.1.1. Metoda e Bashkimit të Ekspertëve Kontabël Europianë.....	282
4.1.2. Metoda e Anglosaksonëve.....	283
4.2. Metoda e drejtpërdrejtë ose metoda e praktikienëve.....	283
Seksioni III: Operacionet me efektin e levës: LBO.....	285
1. Pasojat e levës.....	285
1.1. Leva juridike.....	285
1.2. Ndërrhurja e levave financiare dhe juridike.....	286
2. Mekanizmat e LBO.....	286
2.1. Tipologjia e LBO-ve.....	286
2.2. Kushtet për të dalë me sukses.....	287
2.3. Regjimi fiskal.....	287
2.4. Përfitimet nga LBO.....	287
Seksioni IV: Konsolidimi i llogarive.....	289
1. Perimetri i konsolidimit.....	289
2. Metodatat e konsolidimit.....	291
2.1. Konsolidimi nëpërmjet integritit global.....	291
2.1.1. Paraqitja e metodës.....	291
2.1.2. Zbatimi.....	291
2.2. Konsolidimi nëpërmjet integritit përpjesëtimor.....	292
2.2.1. Paraqitja e metodës.....	292
2.2.2. Zbatimi.....	293
2.3. Vënia në barasvlerë.....	293
2.3.1. Paraqitja e metodës.....	293
2.3.2. Zbatimi.....	293
3. Problemet teknike të konsolidimit.....	295
3.1. Homogjenizimi dhe rirajtimet.....	295
3.2. Eliminimi i operacioneve brendagrupore.....	295
3.3. Konvertimi i llogarive të filialeve në vendet e huaja.....	296
4. Shmangia e konsolidimit të parë.....	296
4.1. Shmangia e vlerësimit.....	296
4.2. Shmangia e blerjes.....	296
Pjesa 4.....	301
Menaxhimi ndërkombëtar i ndërmarrjes.....	301
Kreu 12.....	303
Pagesat bankare ndërkombëtare.....	303
Seksioni I: Qarku bankar i pagesave ndërkombëtare.....	305

1. Mekanizmi i paqesave ndërkombëtare.....	305
2. Shlyerjet ndërkombëtare: shembulli i rrjetit SWIFT.....	306
Seksioni II: Mjetet e paqesave ndërkombëtare .....	307
1. Kalimet bankare ndërkombëtare .....	307
2. Çeku.....	307
3. Kambiali tregtar .....	307
4. Kredia dokumentare.....	308
4.1. Parimet e kredisë dokumentare .....	308
4.2. Hapja e kredisë dokumentare .....	309
4.3. Realizimi i kredisë dokumentare.....	309
<b>KREU 13 .....</b>	<b>311</b>
Tregu i këmbimeve dhe tregu ndërkombëtar i kapitaleve.....	311
Seksioni I: Tregu i këmbimeve .....	313
1. Tregu i këmbimeve me para në dorë.....	313
1.1. Paraqitja e tregut të këmbimeve .....	313
1.2. Formimi i kurseve me para në dorë .....	314
2. Tregu i këmbimeve me afat .....	315
Seksioni II: Menaxhimi i rrezikut të këmbimit.....	317
1. Rreziku i këmbimit.....	317
2. Teknikat e mbrojtjes kundrejt rrezikut të këmbimit.....	318
2.1. Mbulimi me afat.....	318
2.2. Avancat në valutë .....	318
2.3. Afatëzimi .....	319
2.4. Swap i valutave .....	319
2.5. Opsionet e valutave .....	320
Seksioni III: Tregjet ndërkombëtare të kapitaleve.....	323
1. Eurokreditë .....	323
1.1. Objektet e eurokredive.....	323
1.2. Kushtet e eurokredive .....	324
1.3. Montimi i eurokreditit.....	325
1.4. Përdorimi dhe rimbursimi i eurokredisë.....	326
2. Euroemetimet.....	326
2.1. Kategoritë e euroobligacioneve.....	326
2.2. Montimi i euroemetimeve.....	328
3. Tregu i euromjeteve .....	328
3.1. Multi Options Facilities (MOF) .....	328
3.2. Euro Commercial Paper (ECP) .....	329
3.3. Euro-Medium Term Notes (EMTN) .....	329
<b>KREU 14 .....</b>	<b>331</b>
Teknikat e financimit të tregtisë ndërkombëtare .....	331
Seksioni I: COFACE .....	333
1. Parimet e përgjithshme.....	333
1.1. Tipologjia e rreziqeve.....	333
1.2. Blerësi privat dhe blerësi publik.....	334
1.3. Tipat e ndryshëm të policave .....	334
1.4. Kushtet e dëmshpërblimit .....	334
1.5. Kostoja e garancive .....	334
2. Tipat e ndryshëm të garancive të COFACE.....	335
2.1. Procedurat e lidhura me kërkimin e tregjeve.....	335
2.2. Sigurimi kredi .....	335
2.3. Garancitë e tjera .....	337
Seksioni II: Financimi afatshkurtër i eksporteve .....	339
1. Mobilizimi i kreditimeve të lindura jashtë vendit.....	339
2. Paradhënia në valutë .....	339
3. Skontimi i huaj.....	339
4. Faktoringu ose faturimi .....	340
Seksioni III: Financimi afatmesëm dhe afatshkurtër i eksporteve.....	341
1. Kreditë e administruara .....	341
1.1. Kredia furnizues.....	342
1.2. Kredia blerës .....	343



1.3. Zgjedhja ndërmjet kredisë blerës dhe kredisë furnizues .....	344
2. Kreditë "e lira" .....	345
3. "Rezerva e vendeve emergjente" (RPE) .....	345
Seksioni IV: Procedura të tjera të financimit të eksportit .....	347
1. Akordi ose skontimi me akord .....	347
2. Qiradhënia (leasing) ndërkombëtare .....	347
3. Kompensimi .....	347
Seksioni V: Garancitë ndërkombëtare .....	349
Pjesa 5 .....	351
Sfidat dhe rreziqet e reja për financën e ndërmarrjes .....	351
Kreu 15 .....	353
Menaxhimi i kostove dhe ecuria .....	353
Seksioni I: Metodatat tradicionale të analizës së kostove dhe kufizimet e tyre .....	355
1. Metodatat tradicionale të analizës së kostove .....	355
1.1. Metoda e kostove të plota dhe rindarja e barrëve .....	355
1.2. Metoda e kostos së ndryshueshme (direct costing) .....	356
1.3. Metoda e kostove të paracaktuara (kostot standarde) .....	357
2. Pikëpyetjet për metodatat tradicionale të njehsimit të kostove .....	357
2.1. Kritikkat teknike .....	358
2.2. Roli dhe vendi i kontrollit të menaxhimit në një ekonomi konkurrence .....	358
3. Menaxhimi financiar dhe cikli i jetës së produktit .....	360
Seksioni II: Qasjet e reja të menaxhimit të kostove dhe ecurisë së tyre .....	363
1. Kontabiliteti i menaxhimit strategjik .....	363
1.1. Zinxhiri i vlerës .....	364
1.2. Pozita konkurruese .....	367
2. Activity Based Costing .....	368
2.1. Paraqitja e përgjithshme e metodës A.B.C. ....	368
2.2. Etapat e ngritjes së një sistemi A.B.C. ....	368
2.3. Një bilanc i parë i metodës A.B.C. ....	369
Seksioni III: Tabloja e bordit të ekuilibruar ("balanced scoreboard") .....	371
Kreu 16 .....	373
Krijimi i vlerës .....	373
Seksioni I: Matja e krijimit të vlerës .....	375
1. Modeli i McKinsey .....	375
1.1. Përçapja "pentagon" .....	375
1.2. Metoda e cash flows të aktualizuara .....	376
1.2.1. Parashikimi i cash flow të disponueshme .....	376
1.2.2. Vlerësimi i kostos së kapitalit .....	376
1.2.3. Vlerësimi i vlerës fundore .....	377
2. Economic Value Added e J. M. Stern dhe G.B. Stewart .....	378
Seksioni II: Levat e krijimit të vlerës .....	381
Seksioni III: Kufizimet dhe kritikrat për qasjen sipas krijimit të vlerës .....	383
1. Kufizimet financiare dhe teknike .....	383
2. Kritikkat nga G. Hamel dhe C.K. Prahalad .....	384
Kreu 17 .....	387
Qeverisja e ndërmarrjes .....	387
Seksioni I: Këshilli i administrimit dhe qeverisja e ndërmarrjes .....	389
1. Roli i Këshillit të Administrimit .....	389
2. Përbërja e Këshillit të Administrimit .....	389
2.1. Administrues të pavarur .....	389
2.2. Administrues kompetentë .....	390
2.3. Administrues të motivuar .....	390
2.4. Administrues të informuar .....	390
3. Komisionet e specializuara .....	390
4. Ndarja e pushteteve .....	391
5. Dispozitat e ligjit për sigurinë financiare .....	391
Seksioni II: "Qeverisja e ndërmarrjes nuk është kompetencë vetëm e Këshillit të Administrimit" .....	393
1. Tregu i kontrollit .....	393
2. Tregu i kredisë .....	393

3. ANALISTËT FINANCIARË .....	394
4. AGJENCITË E NOTËZIMIT .....	394
5. BANKAT .....	394
6. AUDITUESIT DHE KOMISARËT E LLOQARIVE.....	395
7. AUTORITETET E RREGULLIMIT .....	395
BIBLIOGRAFIA E PËRGJITHSHME.....	399
TREGUESI .....	401

**Jean-Louis Amelon**, specialist i financave, me përvojë ndërkombëtare të fituar në Bankë dhe pastaj në ndërmarrje. Pasi kaloi shumë vjet në Bankën Franceze të Tregtisë së Jashtme (NATEXIS Banques Populaires) dhe pasi botoi një vepër të parë (*Financier ses exportations*), hyri në grupin Thales, ku ka mbajtur një varg funksionesh të ndryshme: arkëtar, kontrollor i menaxhimit dhe më pas drejtor financiar i filialeve të ndryshme në Francë, në Lindjen e Mesme dhe në Shtetet e Bashkuara.

*Drejtimi financiar* është rezultat i përvojës së tij të përditshme, por gjithashtu edhe i kërkimeve në kuadrin e mësimdhënies nga ligjëratat që ka dhënë në Institutin e Lartë të Studimeve Politike të Parisit, në Shkollën e Lartë të Tregtisë në Bordo dhe në Universitetin Thales.

Idetë e shprehura në këtë vepër i përkasin vetëm autorit dhe në asnjë rast nuk kanë të bëjnë me organizatat me të cilat lidhen.





## Dy fjalë

Kjo vepër synon të jetë një udhërrëfyes sintetik e i plotë për metodat dhe teknikat e financave moderne.

Ajo i përgjigjet kërkesës së shprehur mjaft shpesh nga punonjësit në praktikë dhe nga studentët për të pasur në një vëllim të ngjeshur thelbin e dijeve të nevojshme për t'i kuptuar financat e ndërmarrjes, si dhe anën praktike të tyre. Manualët e referimit, përgjithësisht mjaft të plotë dhe cilësorë, por me vëllim të madh, nuk i përgjigjen gjithmonë kësaj dëshire për të pasur një sintezë. Nga ana tjetër, veprat e tjera trajtojnë vetëm disa aspekte të financës moderne: analiza financiare, financimet, kapitali i disponueshëm, konsolidimi, vlerësimi, menaxhimi financiar ndërkombëtar ...

Pikërisht për t'iu përgjigjur kësaj kërkesë është hartuar kjo vepër. Pritja që gjetën botimet e mëparshme ka treguar se u përgjigjej në mënyrë të përkryer nevojave të punonjësve në praktikën e ndërmarrjes dhe të bankës, si edhe studentëve në degën e drejtimit, shkollave tregtare, institucioneve të studimeve politike, MSTCF, DUT dhe BTS të drejtimit, si dhe pjesëmarrësve në ciklet e formimit në fushën e financës e të drejtimit.

Vepra i ka burimet si të përvoja e financave, e fituar nga autori në bankë dhe në ndërmarrje, në Francë dhe jashtë vendit, e po ashtu edhe në përvojën e tij pedagogjike në formimin fillestar dhe në kualifikimin e vazhduar.

Autori u shpreh falënderimet gjithë atyre, si punonjësve të praktikës edhe pedagogëve, të cilët me këshillat e tyre, me komentet e sugjerimet e kanë ndihmuar në përpjekjet e tij, e në veçanti: Catherine Baudassé, Geneviève Zabulon, Michel Aubert, Jean-Michel Bez, Didier Guillemeteau, Emmanuel Lemoine, Serge de Saint Hillaire, Antoine Veillon.

E gjithashtu gras sime, Brigitte, për leximin me durim të bocave.

Vetëkuptohet se, sipas formulës së pranuar, autori është i vetmi përgjegjës për mangësitë që mund të ketë libri.

## PARATHËNIE

Volteri në një rast thotë: “Esenca e qeverisjes qëndron në paratë” si shprehje e resurseve jo të mjaftueshme në çdo shoqëri. Kapitali dhe paratë, si shprehje e vlerës monetare, ishin dhe mbeten ndër faktorët themelorë të prodhimit, por megjithatë dituritë dhe aftësitë menaxherike si rezultat i informatave, në fillim të mileniumit të tretë zënë vendin qendror ndër faktorët e suksesit të ndërmarrjes.

Menaxheri financiar i pajisur me aftësi konceptuale, teknike dhe operacionale luan rol dinamik në shoqëritë e biznesit. Menaxheri financiar modern nuk merret sot vetëm me përpilime dhe raportime për gjendjen financiare të shoqërive, likuidimin e detyrimeve dhe furnizimet me mjete financiare, por ai gjithnjë e më tepër merret me vlerësimin e investimeve dhe përcaktimin e kombinimeve më optimale të financimit dhe dividendës në raport me vlerësimin e gjithimbarshëm të riskut dhe përfitimit të qëndrueshëm të entitetit të biznesit.

Isha tejet i nderuar prej botuesit dhe donatorit të projektit (Qendrës Kulturore Franceze) që unë të bëj identifikimin e tekstit universitar të fushës së drejtimit financiar për përkthimin në gjuhën shqipe, por njëherit ky ishte edhe një detyrim i imi për të bërë një kërkim cilësor që do ta arsyetojë jo vetëm investimin si efekt financiar. Krahas teksteve universitare të pedagogëve tanë të merituar nga Fakulteti i Ekonomisë - Tiranë, teksteve të shumta të këtij lëmi nga shkollat e biznesit anglosakson (si ai i Xhems Van Hornit) që tanimë gjenden në përdorim universitar në UEJL-në Tetovë, ishte rast i mirë për ne që të njoftohemi edhe me një tekst modern të drejtimit financiar të shkollave kontinentale të biznesit, siç është ky i autorit francez **Jean-Louis Amelon**, ku kemi një gërshtim të eksperiencës së autorit në fushën profesionale të drejtimit financiar në Bankën Franceze të Tregtisë së Jashtme me përvojën akademike në universitetet e njohura të Francës.

Teksti “*Drejtimi financiar i ndërmarrjeve dhe i shoqërive*” i autorit **J.L. Amelon** paraqet një tekst gjithëpërfshirës nga fusha e drejtimit financiar duke filluar nga interpretimet e informacioneve kontabël dhe analizat e pasqyrave financiare, ekuilibri financiar i shoqërive, metodat e përpjesëtimeve financiare, fluksi dhe opsionet financiare, financimi afatshkurtër, afatmesëm dhe afatgjatë i ndërmarrjes, politikat e financimit të ndërmarrjes, vlerat e kohës dhe aktualizimit, investimet për rritjen e brendshme dhe të jashtme të ndërmarrjes, pagesat dhe transaksionet bankare të brendshme dhe të jashtme, tregjet e kapitalit, teknikat e financimit, menaxhimi i kostove dhe ecurive, krijimi i vlerës dhe metodat e matjes së saj e deri te qeverisja e ndërmarrjes, të gjitha këto të pasqyruara në një stil sa të thjeshtë, po aq edhe të kuptueshëm për studentin.

Një veçori e këtij teksti është edhe qasja praktike e autorit në shpjegimin e teknikave dhe formave të financimit si dhe ngjeshja konzistente e strukturës së tekstit e cila arrin që tërë këtë gamë cilësore ta fusë në kornizat e një vëllimi të përgjysmuar sasior të teksteve të ngjashme të kësaj fushe të studimit.

Shpresoj se jo vetëm studentët e universitetit tonë, por edhe të universiteteve të tjera në gjuhën shqipe në rajon, si edhe drejtuesit financiarë të biznesit, madje ndoshta edhe pronarët e bizneseve individuale, do të përfitojnë nga ky tekst, për çka edhe në emër të tyre, u jemi mirënjohës, të gjithë atyre që u angazhuan dhe kontribuan në realizimin e këtij projekti.

*Prof. Dr. Abdylmenaf Bexheti,*  
UEJL-Tetovë



# Hyrje

Financat e ndërmarrjes kanë pasur një zhvillim të ndjeshëm gjatë viteve të fundit. Analiza e informacioneve të kontabilitetit dhe përshkrimi i mjeteve të financimit, të cilat në vitet tetëdhjetë përbënin thelbin e librave të financës dhe të drejtimit financiar, sot nuk përfaqësojnë më veçse një prej përbërëseve të kulturës financiare.

Mjedisi ekonomik dhe financiar i ndërmarrjeve tashmë karakterizohet nga globalizimi i tregjeve të mallrave, të shërbimeve e të kapitaleve, nga forcimi i konkurrencës, nga krijimi i shoqërisë së informacionit dhe nga kërkesa e detyrueshme që të ketë rentabilitet për aksionerët.

Financa e ndërmarrjeve ka ditur t'u përgjigjet shtrëngesave dhe rreziqeve, të lindura prej mjedisit të ri ekonomik të konkurrencës ndërkombëtare. Puna kërkimore dhe teoria financiare kanë bërë përparime të ndjeshme, janë zgjeruar dijenitë, janë përpunuar mjete dhe teknika të reja. Po gjithashtu financat kanë pasur raste të krizave e skandale. Në dhjetor 2001 një prej shoqërive më të rëndësishme në Shtetet e Bashkuara, Enron, llogaritë e konsoliduara të së cilës në fund të vitit 2000 jepnin një rezultat të ndjeshëm pozitiv, tashmë nuk ishte në gjendje të bënte pagesa. E ndoqën shoqëri të tjera me skandale financiare: WorldCom, Tyco, Vivendi Universal, Ahold, Alstom ose Parmalat. Një prej përgjigjeve kundrejt këtyre mosfunksionimeve ka qenë përforcimi i kontrollit: Ligji Sarbanes-Oxley në Shtetet e Bashkuara dhe Ligji i Sigurisë Financiare në Francë.

Financa është bërë njëkohësisht edhe më e ndërlikuar, edhe më e zbuluar dhe më e plotë. Është shndërruar funksioni financiar në ndërmarrje, gama e përgjegjësisve është zgjeruar, degëzimet e saj janë bërë të larmishme. Edhe në vitet që do të vijë funksioni financiar do të zhvillohet më tej. Një anketë e bërë nga Enti i çmimeve (Price Waterhouse) të 300 ndërmarrjeve të mëdha në Shtetet e Bashkuara, në Europë dhe në Azi, për t'u njohur me boshtet e evolimit të funksionit financiar në vitet e ardhshme, ka treguar se, në tërësi, përgjegjësit financiarë e vlerësojnë se në të ardhmen një pjesë gjithnjë në rritje të kohës dhe të burimeve të tyre do t'ua kushtojnë strategjisë financiare, ndihmës për marrjen e vendimeve (pjesëmarrjes në vendimet strategjike: blerjet, investimet, tërheqja e investimeve...) dhe administrimit të ecurisë. Funksionet më tradicionale, si kontabiliteti ose kontrolli, do të mobilizojnë më pak burime prej faktit se është shtuar frytshmëria e sistemeve kontable e të raportimit.

Duke qenë kjo perspektivë, roli dhe përgjegjësitë e financierit do të shndërrohen: ai do të jetë më pak i orientuar nga konstatimi i fakteve dhe nga vetë kontrolli, nëse funksionet e kontabilitetit e të kontrollit do të mbeten thelbësore, por do të përfshihet më aktivisht në strategjinë, në vendimmarrje dhe në arritjet e ardhshme të sipërmarrjes.

Studimi i bërë nga Enti i çmimeve tregon gjithashtu se kostoja e shërbimeve financiare do të zvogëlohet në vitet e ardhshme: nga njëra anë, do

të pakësohet personeli i drejtorive financiare, nga ana tjetër, do të shtohen kërkesat për cilësi të shërbimeve financiare, gjë që do të arrihet nëpërmjet ngritjes së nivelit të kualifikimit të personelit të shërbimeve financiare.

Në këtë vepër përmbledhen në një sintezë pedagogjike tërësia e njohurive të nevojshme për të kuptuar dhe të praktikës së financës bashkëkohore.

Ajo përbëhet nga 5 pjesë:

Pjesa e parë u kushtohet gjendjeve financiare dhe diagnozës financiare. Realiteti financiar i sipërmarrjes në radhë të parë kuptohet nëpërmjet gjendjeve kontable dhe financiare që botohen periodikisht: bilanci, llogaria e rezultateve, tabela e financimeve. Këto dokumente të përcaktuara sipas normave të kontabilitetit i bëjnë të nevojshme disa ritrajtime për t'iu përgjigjur problematikës së analizës financiare. Janë përpunuar mjete dhe nocione të ndryshme analize për të gjykuar mbi gjendjen e ndërmarrjes, për ekuilibrin e saj financiar, për të bërë krahasime domethënëse gjatë periudhave ose me ndërmarrje të tjera. Duke nisur që nga vitit 2005 shoqëritë e Bashkimit Europian që i bëjnë thirrje publike për kurse do të kenë si detyrë që të vendosin llogari të konsoliduara sipas referencës IAS. Rreth 7000 shoqëri europiane të kuotuar dhe filialet e tyre (mbi 29.000) do të kenë të bëjnë me këtë, kurse prej tyre në Francë do të jenë 10.000. Zbatimi i normave ndërkombëtare të kontabilitetit është një kantier i madh për sipërmarrjet. Ne do të shqyrtojmë një numër temash të tilla, si: kapitalet e ngurtësuara të patrupëzuara, të trupëzuara dhe financiare, stoqet, kontratat e huadhënies, përfitimet e personelit, produktet dhe tatimet, parapagimet, konsolidimi. Normat ndërkombëtare do të krahasohen me ato franceze.

Pjesa e dytë trajton financimin dhe politikën financiare. Për të ushtruar veprimtarinë e vet, ndërmarrja mobilizon burime me afat të shkurtër, mesatar dhe të gjatë. Cilat janë kriteret për zgjedhjen ndërmjet burimeve të ndryshme të financimit? Vendimet për financimin që prekin strukturën financiare, a e ndryshojnë vlerën e ndërmarrjes, dhe në rast se po, cila është struktura financiare që e bën më të lartë vlerën? Një kapitull i ri u kushtohet opsioneve, një mjet financiar i fuqishëm, por mjaft i ndërlikuar për ta përdorur.

Pjesa e tretë vështron vendimet strategjike të rritjes: rritjen e brendshme dhe rritjen e jashtme. Vendimet e saj, meqë e përfshijnë ndërmarrjen për një kohë të gjatë dhe e bëjnë të domosdoshme të vihen fonde të rëndësishme, duhet paraprakisht të bëhen objekt i analizave të hollësishme për rentabilitetin e tyre. Për t'iu njohur me njehsimin financiar, një kapitull tjetër trajton vlerën e kohës dhe të aktualizimit.

Gjithnjë e më shumë sipërmarrje po e ndërkombëtarizojnë veprimtarinë e vet. Prandaj pjesa e katërt u kushtohet mekanizmave dhe teknikave financiare ndërkombëtare: pagesave ndërkombëtare, operacioneve të këmbimit dhe në tregun ndërkombëtar të kapitaleve, teknikave të financimit të eksporteve.

Për ndërmarrjen globalizimi shndërrohet në një konkurrencë në shkallë planeti dhe në një kërkesë të rreptë për të rritur rentabilitetin. Për financën ai është burim i arritjeve dhe i sfidave të reja. Mjetet tradicionale të drejtimit, të përpunuara në një kontekst ekonomik rrënjësisht të ndryshëm, a janë më të përshtatshme me një ekonomi të globalizuar dhe me konkurrencë, a mundësojnë ato që të ketë arritje globale ndërmarrja? Përgjigjja për kërkesën e prerë të rentabilitetit gjendet te krijimi i vlerës për aksionerët, një koncept të cilit tashmë nuk mund t'i vihet rrotull. Suksesi i kësaj mënyre drejtimi kërkon një bashkëpunim të ngushtë ndërmjet financierëve dhe operatorëve. Por kriza

financiare dhe skandalet e kohëve të fundit të kontabëlve na shtyjnë gjithashtu të shtrojmë pyetjen, cilat janë rregullat dhe mjetet që mundësojnë të sigurohemi, se vendimet e marra janë në përputhje me objektivat e caktuar nga aksionerët. Kreu i fundit trajton Qeverisjen e ndërmarrjes.

Plani i kësaj vepre është si më poshtë:

Pjesa e parë	: Nga gjendjet financiare te diagnoza financiare.
Pjesa e dytë	: Financimi dhe politika financiare e ndërmarrjes.
Pjesa e tretë	: Vendimet strategjike të rritjes: Investimet dhe shkrirjet-blerjet.
Pjesa e katërt	: Menaxhimi ndërkombëtar i ndërmarrjes.
Pjesa e pestë	: Sfidat e reja dhe rreziqet e reja për financat e ndërmarrjes.





# PJESA 1

## NGA GJENDJET FINANCIARE TE DIAGNOZA FINANCIARE

Realiteti financiar i ndërmarrjes përcaktohet nëpërmjet gjendjeve kontable dhe financiare, të cilat është e detyruar t'i botojë periodikisht: bilanci, llogaria e rezultatit, tabela e financimit.

Duke u nisur prej këtyre dokumenteve, të cilat janë të vendosura sipas normave kontable, atëherë mund të bëhet diagnoza e gjendjes financiare, një etapë paraprake para se të merret çfarëdo vendimi financiar.

Analiza financiare megjithatë nuk kufizohet vetëm me analizën e bilanci, të llogarisë së rezultatit dhe të tabelës së financimit. Janë përpunuar edhe mjete të tjera për analizën: më tradicionalet janë fondet e qarkullimit dhe nevojat për fonde qarkullimi që ndikojnë mbi ekuilibrin financiar statik të ndërmarrjes; metoda e përpjesëtimeve na jep elementët e krahasimit me peshë në kohë, ose me ndërmarrjet e tjera. Këto metoda të analizave statike tashmë me dobi janë plotësuar me analizat dinamike nga pikëpanja e fluksit.

Plani i pjesës së parë është si më poshtë:

<b>Kreu 1:</b>	Interpretimi financiar i gjendjeve kontable dhe financiare sintetizuese.
<b>Kreu 2:</b>	Ekilibri financiar statik: fondet e qarkullimit, nevojat për fonde qarkullimi dhe kapitali i disponueshëm.
<b>Kreu 3:</b>	Metoda e përpjesëtimeve.
<b>Kreu 4:</b>	Tabelat e financimit dhe të fluksit





# KREU 1

## INTERPRETIMI FINANCIAR I GJENDJEVE KONTABLE DHE FINANCIARE SINTETIZUESE

Kreu i parë i kësaj pjese i kushtohet analizës së gjendjeve kontable dhe financiare sintetizuese, që ndërmarrja duhet t'i botojë periodikisht. Megjithatë, pikëvështrimi i kontabilitetit është ai i analizës financiare të diferencuar. Seksioni i parë, pas një paraqitjeje të shkurtër të dokumenteve dhe të parimeve të kontabilitetit, më pas merret me dallimet ndërmjet qasjes kontable dhe përpjekjes për analizë financiare.

Gjendjet kontable sintetizuese: bilanci, llogaria e rezultatit, si dhe shotjca trajtohen në tre seksionet vijuese. Tabela e financimit, që tashmë është e detyrueshme për ndërmarrjet me sistem të zhvilluar, do të vështrohet në Kreun 4.

Plani i Kreut 1 është si më poshtë:

Seksioni I	: Informacioni kontabël dhe analiza financiare.
Seksioni II	: Bilanci.
Seksioni III	: Bilanci financiar.
Seksioni IV	: Analiza e llogarisë së rezultatit dhe saldot e ndërmjetme të drejtimit.
Seksioni V	: Shtojca.



# SEKSIONI I: INFORMACIONI KONTABËL DHE ANALIZA FINANCIARE

Informacioni kontabël përbën burimin e parapëlqyer të të dhënave për diagnozën financiare të ndërmarrjes. Megjithatë, veprimi kontabël dhe diagnoza financiare ndryshojnë nga pikëvështrimi i tyre dhe nga perspektiva e tyre.

## 1. INFORMACIONI KONTABËL

Analiza financiare mbështetet gjerësisht mbi informacionin kontabël, që njoftohet prej ndërmarrjeve në kuadrin e detyrimeve të tyre ligjore.

### 1.1. BOTIMI PUBLIK I LLOGARIVE TË SHOQËRISË

Të gjitha shoqëritë me aksione dhe SARL kanë për detyrë të depozitojnë në zyrën e Gjykatës Tregtare në muajin pasardhës miratimin e tyre nga Asambleja e Përgjithshme e Rregullt të llogarive vjetore, raportin e drejtimit, raportin e të deleguarve për llogaritë, raportin e këshillit mbikëqyrës në rast se ka, dhe propozimin për regjistrimin e rezultatit.

Në rast se paraqitet nevoja, po ashtu duhet të depozitohen llogaritë e konsoliduara, raporti mbi menaxhimin e grupit, raporti i komisarëve për llogaritë mbi kontot e konsoliduara dhe raporti i këshillit mbikëqyrës.

Edhe shoqëritë e kuotuar duhet të botojnë nën kontrollin e A.M.F. disa njoftime për gjendjen e tyre financiare. Në 4 muajt pas mbylljes së ushtrimit dhe të paktën 15 ditë para mbledhjes së Asamblesë së Përgjithshme të Rregullt të aksionerëve, ato duhet të botojnë projektet për llogaritë vjetore, projektin e regjistrimit të rezultatit, kontot e konsoliduara nëse janë të disponueshme dhe inventarin e vlerave të luajtshme që mbahen si letra me vlerë në mbylljen e ushtrimit.

Llogaritë e miratuara, vendimi për destinimin e rezultatit dhe llogaritë e konsoliduara nëse ka, duhet të botohen brenda 45 ditësh pas miratimit të tyre nga Asambleja e Përgjithshme.

### 1.2. DOKUMENTET KONTABLE

Gjithë personat fizikë ose moralë që kanë cilësinë e tregtarit janë të detyruar të mbajnë kontabilitet. Prandaj për këtë këtë duhet të bëjnë regjistrimin kontabël të lëvizjeve që prekin pasurinë e ndërmarrjes së tyre dhe të mbajnë disa regjistra të detyrueshëm. Po ashtu duhet të përcaktojnë llogaritë vjetore në mbyllje të ushtrimit, që përfshijnë një bilanc, një raport të rezultatit dhe një shtojcë.

#### *a) Dokumentet dhe regjistrat e detyrueshëm*

Tregtari duhet detyrimisht të mbajë një regjistër ditor, një regjistër të madh dhe një regjistër inventari.

- **Regjistri ditor:** regjistron kronologjikisht lëvizjet që kanë të bëjnë me pronësinë e ndërmarrjes për çdo operacion dhe për çdo ditë. Sipërmarrja ka të drejtën të përdorë ditorë ndihmës, që atëherë duhet të përmbledhen të paktën një herë në muaj në librin ditor.

- **Regjistri i madh:** i merr shënimet e regjistrit ditor dhe i klasifikon sipas natyrës së llogarisë.

Mbajtja e regjistrit të madh është e detyrueshme që prej ligjit të vitit 1983.

- **Regjistri i inventarit:** grupon të dhënat e inventarëve të veçantë sipas natyrës dhe mënyrës së vlerësimit të elementëve që përfaqësojnë. Libri i inventarit duhet të jetë me mjaft hollësi për të përfaqësuar çdo pikë të bilancit.

#### *b) Dokumentet kontable sintetizuese*

Dokumentet kontable të sintezës janë përcaktuar sipas planit kontabël të rishikuar të vitit 1982: gjendjet periodike paraqesin situatën dhe rezultatet e ndërmarrjes. Ato përmbajnë të paktën bilancin, llogarinë e rezultatit dhe shotjçën. Mund të plotësohen gjithashtu me një tabelë të financimit të ushtrimit. Gjithashtu shtojca tashmë është pjesë përbërëse e llogarive vjetore.

Gjendjet kontable përmbledhëse mund të paraqiten sipas 3 sistemeve, në varësi nga përmasat e ndërmarrjes:

- Sistemi i shkurtuar ose sistemi A,
- Sistemi bazë ose sistemi B,
- Sistemi i zhvilluar ose sistemi D.

Sistemi bazë zbatohet për NVM dhe për sipërmarrjet e mëdha, me kusht që të zbatohen dispozitat minimale në fushën e kontabilitetit. Këto ndërmarrje në fund të ushtrimit duhet të bëjnë një bilanc, një llogari të rezultatit, një shtojcë. Sistemi i shkurtuar mund të zbatohet nga ndërmarrjet e vogla, madhësia e të cilave nuk e përlligj përdorimin e sistemit bazë. Dokumentet që duhen bërë janë po ato të sistemit B, por në një formë të shkurtuar. Kriteret për të përfituar nga kjo paraqitje janë totali i bilancit, shifrat e xhiros dhe efektivit.

Sistemi i zgjeruar është fakultativ. Përveç po atyre dokumenteve si në sistemin bazë por më të hollësishme, ai përmban dy dokumente plotësuese: tabelën e financimit dhe tabelën e saldove ndërmjetëse të menaxhimit. Sipërmarrjet kanë të drejtën ta përdorin këtë sistem pjesërisht ose tërësisht.

### 1.3. PARIMET KONTABLE

Raportet vjetore të llogarive, sipas kodit tregtar, duhet të bëhen të rregullta, të sigjerta dhe të japin një pamje besnike të pasurisë, të gjendjes financiare dhe të rezultatit të ndërmarrjes. Plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982 njofton që duhet respektuar rregulli i përkujdesjes.

Raportet duhet të bëhen të besueshme, në përputhje me procedurat dhe rregullat në fuqi. Faktet duhet të vlerësohen në mënyrë të arsyeshme që të shmangët rreziku për të kapërcyer në të ardhmen pasiguritë, të cilat mund ta rëndojnë pasurinë dhe rezultatin e ndërmarrjes.

Synimi për një paraqitje besnike të situatës dhe të veprimeve të ndërmarrjes kërkon që të respektohen disa parime:

- **Parimi i qëndrueshmërisë së metodave:** metodat e vlerësimit dhe të paraqitjes së raporteve duhet të ruhen nga njëri ushtrim në tjetrin. Mbi këtë parim mbështetet koherenca e krahasimeve gjatë kohëve. Një ndryshim i metodës së vlerësimit të stokeve ose të ndërtimit të rezervave fare mirë mund të sjellë keqësimin e rezultatit.

- **Parimi i vazhdimësisë së shfrytëzimit:** nënkuptohet që ndërmarrja i vazhdon veprimtarinë e veta. Aktivitetet duhet të vlerësohen nga ky këndvështrim.

- **Parimi i moskompensimit:** ndalohej kompensimi ndërmjet pikave të aktivitetit dhe të pasivitetit në bilanc, ose ndërmjet pikave të barrëve dhe të produkteve në raportin e llogarisë së rezultatit.



- **Parimi i përkujdesjes:** duhen mbajtur parasysh rreziqet dhe pasiguritë. Prandaj tatimet duhet të merren parasysh nëpërmjet parapagimeve qysh kur është i mundur realizimi i tyre, ose ka gjasa. Përkundrazi, mbivlerat e mundshme nuk merren parasysh.

- **Parimi i kostove historike:** aktivet e fituara prej ndërmarrjes figurojnë në bilanc për koston e marrjes së tyre ose dhe për vlerën historike. Kjo metodë, që ka përparësi për thjeshtësinë e saj, ndihmon edhe për të zhvlerësuar kapitalet e ngurtësuar sidomos në periudha inflacioni. Një nga pasojat është zhvlerësimi i shpenzimeve të amortizimit, të cilat sjellin një fryrje artificiale të rezultatit.

- **Parimi i pavarësisë së ushtrimeve:** barrët dhe produktet e lidhura me një ushtrim kontabël me këtë parim lidhen drejtpërdrejt në atë mënyrë, që vetëm përfitimet e realizuara në datën e mbylljes figurojnë në llogaritë vjetore. Kontot e rregullimit aktiv e pasiv mundësojnë të veprohet për rregullimet e nevojshme. Zbatimi i këtij parimi megjithatë lë një farë marzhi vlerësimi, që madje mund të ndikojë mbi rezultatit e ndërmarrjes.

#### 1.4. **NORMATIVIZIMI KONTABËL**

Shoqëritë i vendosin llogaritë e tyre në përputhje me një referim kontabël. Sistemet e rregullave kontable të vendeve të ndryshme mund të përmblihen në 2 kategori:

- Vendet në të cilat financimi i ndërmarrjeve tradicionalisht kryhet më tepër nëpërmjet huave e jo të kapitaleve të veta dhe ku rregullat kontable mbisundohen prej arsyeve fiskale. Tatimet nuk mund të nxirren në rast se nuk janë të regjistruara nga ana kontable. Prandaj shoqëritë atëherë shtyhen që të nxjerrin leverdi nga sistemet fiskale, të cilat lejojnë një vlerësim bujar të tatimeve që duhet të nxirren, dhe nga zgjidhjet më konservatore me qëllim që ta pakësojnë rezultatit dhe rrjedhimisht, bazën fiskale. E përkundrazi është një farë mungese e transparencës për investuesit. Vendet kryesore që hyjnë në këtë kategori janë Franca, Gjermania dhe Japonia.

- Vendet ku kapitalet e veta janë burim financimi të rëndësishëm dhe ku kriteret fiskale nuk mbisundojnë vlerësimet kontable. Uljet e tatimeve arrihen pavarësisht nga metoda e paraqitjes së rezultatit. Në këto vende sektori privat është i ngarkuar të përcaktojë norma kontable, shpesh brenda një kuadri rregullues të përgjithshëm. Tregjet e kapitaleve bëjnë trysni që të përmirësohet cilësia e informacioneve të dhëna për investuesit. Në këtë kategori hyjnë Shtetet e Bashkuara, Mbretëria e Bashkuar, Australia dhe Vendet e Ulëta.

##### 1.4.1. **NORMATIVIZIMI KONTABËL NË FRANCË**

Burimet e së drejtës kontable në Francë mund të jenë:

- ligjore ose rregullatore;
- me prejardhje doktrimore.

###### **a) Burimet ligjore ose rregullatore**

Një varg nenesh të Kodit tregtar trajtojnë kontabilitetin e ndërmarrjeve. Nenet e Kodit tregtar L. 123-12 deri te L. 123-28 lidhur me kontabilitetin e gjithë tregtarëve, personave fizikë ose personave moralë dhe L- 32 deri te L- 232-23, që kanë të bëjnë me llogaritë e shoqërisë të shoqërive tregtare dhe dekretet për zbatim të 29 nëntorit 1983, përbëjnë kuadrin e rregullave kontable të përgjithshme, që zbatohen në Francë. Gjithmonë duhet të shtohen Nenet L. 233-16 deri te L- 233-23 dhe dekretet e 23 marsit 1967, që trajtojnë kontot e konsoliduara.

Ligji i 6 prillit 1998 ka ngritur Komitetin rregullator kontabël (CRC), të ngarkuar për të përgatitur në bashkëpunim me Këshillin kombëtar të kontabilitetit (CNC) rregullat kontable të zbatueshme për ndërmarrjet.

Dy rregullat thelbësore të nxjerra nga CRC janë:

- rregullorja 99-03 e 29 prillit 1999 lidhur me rishkrimin e planit kontabël të përgjithshëm (PKP). "Ripunimi 1999" i përgjigjet një PKP të rishkruar me të drejtë pothuaj të qëndrueshme. Ai trajton vetëm kontabilitetin e përgjithshëm (dispozitat lidhur me kontabilitetin analitik nuk janë rimarrë aty).

- rregullorja 99-02 e 20 prillit 1999 lidhur me llogaritë e konsoliduara.

PKP e sotme, që i përgjigjet PKP "Ripunimi 1999" është përditësuar nga rregulloret e CRC (99-08: kontratat afatgjata; 99-09: vënia në veprim e ndryshimeve të metodave kontable; 2000-06: pasivet).

#### **b) Burimet doktrinale**

Këto burime përfshijnë njoftimet dhe rekomandimet e botuara nga CNC, rekomandimet dhe njoftimet e Urdhrit të specialistëve kontabël (OEC), njoftimet e Kompanisë kombëtare të komisarëve të llogarive (CNCC), të AMF (më parë ishte COB), që shpesh shoqërohen me punimet studimore dhe me përgatitjen e projektligjeve e të teksteve për zbatim të rregullave kontable.

### **1.4.2. KOMISIONI I BASHKËSIVE EUROPIANE**

E drejta kontable e shteteve anëtare të Bashkimit European futet në një kuadër prej direktivash: direktiva e 4-t e vitit 1978 dhe direktiva e 7-ë e vitit 1983, të cilat trajtojnë përkatësisht kontot e shoqërisë dhe kontot e konsoliduara.

Ato kanë sjellë një përmirësim të cilësisë së gjendjeve financiare individuale e të konsoliduara, por nuk kanë mundur krahasimin e ecurive të ndërmarrjeve, sepse të dyja direktivat përmbajnë shumë opsione për të kontabilizuar ose për të vlerësuar të njëjtin operacion.

Është duke u përgatitur një projektdirektivë. Ajo parashikon disa opsione, që mundësojnë përputhjen e teksteve europiane me normat IAS/IFRS.

### **1.4.3. NORMAT KONTABLE NDËRKOMBËTARE TË IASB**

IASC (Komiteti Ndërkombëtar i Standardeve Kontable) është një organizëm joqeveritar, i themeluar më 1973 me objekt të përcaktojë standardet kontable bazë, të pranueshme nga mbarë bota.

Një organizëm i ri u ngrit më 2001. Ai përbëhet konkretisht prej:

#### **a) IASCF (International Accounting Standards Committee Foundation)**

Objektivat e IASCF janë këto: "të përpunohet në interes të përgjithshëm një lojë e vetme e normave kontable me cilësi të lartë, e kuptueshme dhe që të mund të zbatohet në mbarë botën, duke bërë të detyrueshme dhënien e gjendjeve financiare dhe të informacioneve të tjera financiare, të informacioneve me cilësi të lartë, transparente e të krahasueshme, në mënyrë që të ndihmohen ndërhyrësit e ndryshëm në tregun e kapitaleve në botë, si dhe përdoruesit e tjerë kur marrin vendime ekonomike; të nxitet përdorimi dhe zbatimi i rreptë i këtyre normave; të shkohet drejt konvergjencës së normave kontable kombëtare dhe normave kontable ndërkombëtare për zgjidhje me cilësi të lartë".

#### **b) IASB ose Bordi (International Accounting Standards Board)**

Bordi është organi qendror. Ai përbëhet prej 14 anëtarësh të ardhur në shumicën e tyre prej botës anglo-saksone (7 europianë, 4 nga Amerika e Veriut, 3 për pjesën tjetër të botës), të zgjedhur nga përvoja e tyre në fushën e normativizimit (5 normativizues kontabël, 4 përgatitës të gjendjeve financiare, 3 auditues, 2 universitarë).

Bordi ka si mision të paraqesë, të analizojë dhe të miratojë normat IFRS. Normat e IASB që nga maji i vitit 2002 quhen IFRS (International financing reporting standards - Standardet ndërkombëtare të raportimit financiar) dhe njëkohësisht mbulojnë normat ekzistuese IAS dhe normat e ardhme.



**b) IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee)**

IFRIC përbëhet nga 12 anëtarë, është ngarkuar të interpretojë dhe të komentojë normat. Interpretimet duhet të miratohen prej Bordit.

**c) SAC (Standard Advisory Council)**

SAC është një komitet këshillimor për normativizimin, i përbërë nga afër tridhjetë anëtarë.

Rregullorja e BE-së nr. 1606/2002 e Parlamentit europian dhe e Këshillit të Europës e korrikut 2002 (JOCE e 11 shtatorit 2002) u vë për detyrë shoqërive europiane që bëjnë thirrje publike për kursim, të përgatisin dhe të botojnë kontot e konsoliduara në përputhje me normat e IASB në afatin më të fundit për ushtrimet e hapura për llogaritjet nga 1 janari 2005.

Kështu kjo prek rreth 7000 shoqëri europiane të kuotuar dhe filialet e tyre, prej të cilave 1100 (me më shumë se 29.000 filiale) në Francë. Shoqëritë duhet të përcaktojnë një krahasim kundrejt vitit 2004 në përputhje të plotë me referimin IAS.

Normat IFRS i përshkon një këndvështrim anglo-sakson i kontabilitetit dhe i informacionit financiar. (10 nga 14 anëtarët e Bordit vijnë nga universi anglo-sakson dhe për këtë arsye e njohin mirë këtë model kontabël). Në thelb këto norma janë konceptuar para së gjithash për t'u përdorur nga investuesit. Korniza konceptuale, e botuar më 1989, pohonte përparësinë e investitorit mbi gjithë përdoruesit e tjerë të informacionit të krahasueshëm. "Ndonëse nuk mund të kënaqen gjithë nevojat për informacion të përdoruesve nëpërmjet gjendjeve financiare, ka disa nevoja që i njohin të gjithë. Meqë investuesit janë ata që sjellin kapitalet me rrezik në ndërmarrje, dhënia e gjendjeve financiare që u përgjigjen nevojave të tyre po ashtu do t'u përgjigjet pjesës më të madhe të nevojave të përdoruesve të tjerë...". Nocioni i vlerës korrekte ("fair value") është përfshirë prej kësaj logjike. Vlera korrekte është "sasia për të cilën një aktiv mund të shkëmbehet, ose të merret një pasiv ndërmjet palëve të mirinformuara dhe që janë marrë vesh në kuadrin e një transaksioni të kryer në kushte konkurrence normale". Vlera e tregut mund të quhet se është vlerë korrekte. Kur mungon tregu, duhet t'u drejtohem teknikave të aktualizimit të flukseve të kapitalit të disponueshëm, modeleve financiare të vlerësimit...

Koncepti i vlerës korrekte ka qenë objekt i shumë analizave dhe komenteve kritike, si nga radhët e njerëzve të praktikës, edhe të universiteteve. Sidomos është qortuar se parapëlqen një vështrim afatshkurtër të gjendjes financiare të ndërmarrjes, se është burim i papërcaktueshmërisë së kapitaleve të veta dhe të rezultateve, se duke mbajtur parasysh vështirësitë e vlerësimit, jep një informacion financiar që nuk është gjithnjë i besueshëm.

#### 1.4.4. NORMATIVIZIMI KONTABËL NË SHTETET E BASHKUARA

Në Shtetet e Bashkuara janë organizmat profesionalë, që përbëjnë burimin kryesor të normativizimit kontabël e konkretisht AICPA (American Institute of Certified Public Accountants - Instituti Amerikan i Kontove Publike të Vërtetuara) dhe FASB (Financial Accounting Standards Board - Bordi i Standardeve të Kontabilitetit Financiar).

- SEC (Komisioni i Garancive dhe Shkëmbimeve) ushtron ndikim të fortë. Është i ngarkuar të mbikëqyrë funksionimin e mirë të tregjeve të bursës dhe e ka përforcuar idenë, sipas së cilës objektivi i kontabilitetit është t'u japë investuesve informacione të besueshme.

- AICPA: është instanca profesionale e CPA (Certified Public Accountant - Kontabël Publik i Certifikuar, specialistët kontabël në Shtetet e Bashkuara).

- FASB: është organizmi që përcakton normat kontable amerikane. Përfshin 7 anëtarë të emëruar për 5 vjet (4 të profesionit kontabël dhe 3 nga bota e biznesit). FASB nxjerr GAAP të SHBA.



## 2. KONTABILITETI DHE ANALIZA FINANCIARE: KËNDVËSHTRIME TË NDRYSHME

Pikëvështrimi i kontabilitetit dhe i analizës financiare janë të ndryshëm. Kontabiliteti dhe kontabiliteti i përgjithshëm në veçanti kanë si synim të regjistrojnë dhe të trajtojnë informacionet kontable e financiare të ndërmarrjes, duke respektuar rregullat e prera të përfshira në një kuadër juridik. Kontabiliteti konstaton dhe i nënshtrohet formalizmit.

Analiza financiare ka për qëllim të përcaktojë një diagnozë për gjendjen financiare të ndërmarrjes lidhur me synimin për të formuluar një gjykim. Kjo procedurë është analitike, interpretuese dhe nxjerr në dukje shqetësimet formale. Diagnoza financiare nuk kufizohet me analizën e evoluimit të kaluar dhe me gjendjen e tanishme të ndërmarrjes, por përfshin edhe një përmasë parashikuese, që nuk bën pjesë në kontabilitet. Banka, investuesi që i hyjnë një analize financiare kërkojnë të parashohin rentabilitetin, aftësinë përfituese të ndërmarrjes për të rikthyer kreditë, për të siguruar shpërndarjen e dividendeve.

Fusha e informacionit të analizës i kapërcen të dhënat kontable. Gjithashtu ajo u drejtohet të dhënave jashtë kontabilitetit, të cilat për më tepër, jo gjithmonë mund të kuantifikohen. Leximi i bilancit tregon mirë sasinë e huave dhe të borxheve sipas institucioneve të kredive, sasinë e kapitalit, por ajo nuk jep të dhëna mbi cilësinë e marrëdhënieve me bankat ose me aksionerët. Potenciali teknik, potenciali tregtar, cilësia e organizimit janë nocione tërësisht të huaja për kontabilitetin. Megjithatë, ato në një farë mase përcaktojnë perspektivat e ndërmarrjes dhe duhet të merren parasysh në diagnozë.

## SEKSIONI II: Bilanci

Bilanci është gjendja sintetizuese që në një moment të dhënë përmbledh tërësinë e aktiveve ose të punëve të marra përsipër nga ndërmarrja për të realizuar veprimtarinë e saj, si dhe tërësinë e burimeve, të quajtura pasivi, që i kanë financiar. Elementet e pasurisë së ndërmarrjes klasifikohen në aktiv sipas destinimit të tyre dhe në pasiv sipas prejardhjes së tyre.

Plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982 ka sjellë një risi në klasifikimin e elementëve të bilancit, sepse ka braktisur klasifikimin sipas kriterëve të likuiditetit dhe të kërkueshmërisë në të mirë të një paraqitjeje më funksionale.

Qasja funksionale lidhet me mënyrën e funksionimit ekonomik e financiar të ndërmarrjes, duke dalluar tre cikle të funksionimit:

**1) cikli i investimit:** ai në thelb i përgjigjet krijimit dhe përtëritjes së kapitalit të prodhimit, të nevojshëm për veprimtarinë e ndërmarrjes. Përfshin kapitalet e ngurtësuara të patrupëzuara, të trupëzuara dhe financiare të ndërmarrjes. Këtyre përdorimeve të qëndrueshme duhet t'u përgjigjen burime të qëndrueshme.

**2) cikli i shfrytëzimit:** i përgjigjet tërësisë së operacioneve të kryera prej ndërmarrjes për të prodhuar mallrat dhe shërbimet me qëllim që t'i shkëmbejë. Cikli përfshin faza të ndryshme: furnizimin, prodhimin, shitjet...

**3) cikli i operacioneve financiare:** cikli i investimeve dhe cikli i shfrytëzimit përftojnë nevoja financimi – e nganjëherë edhe aftësi financimi – të cilat ndërmarrja i përshtat nëpërmjet ndihmave financiare afatshkurtra, afatmesme dhe afatgjata.

Synimi i këtij seksioni është të kuptohen informacionet kontable që jepen në bilanc, në mënyrë që të analizohen dhe të interpretohen.

Pikat kryesore të aktivitetit të pasivit të bilancit paraqiten shkurt dhe analizohen, duke e vënë theksin te ato, që për nga përmbajtja ose nga metoda e vlerësimit i interesojnë më në veçanti analizës financiare.

Normat IFRS përkatëse paraqiten më poshtë dhe komentohen brenda komizave. Do të vihen në dukje ndryshimet kryesore kundrejt parimeve franceze të sotme.

### *Normat IAS/IFRS: Bilanci*

#### **1) Referimi:** IAS 1 Kuadri konceptual (korniza)

*Paraqitja e gjendjeve financiare*

#### **2) Përkufizimet:**

*Kuadri konceptual e përkufizon aktivin dhe pasivin si më poshtë:*

a) **Aktivi:** “aktivi është një burim që e ka në dorë ndërmarrja për shkak të ngjarjeve të mëparshme dhe prej të cilit ndërmarrja pret leverdi ekonomike... Leverdia ekonomike e ardhshme që përfaqëson një aktiv është potenciali që ka ky aktiv për të kontribuar, drejtpërdrejt ose tërthorazi, në flukset e kapitalit të disponueshëm dhe të barasvlerëseve të kapitalit të disponueshëm në fitim të ndërmarrjes.”

b) **Pasivi:** “pasivi është detyrimi aktual i ndërmarrjes, që del nga ngjarjet e mëparshme të ndërmarrjes dhe shuarja e të cilit duhet të arrihet

*për ndërmarrjen nëpërmjet daljes së burimeve, që përfaqësojnë leverdi ekonomike... Një prej karakteristikave thelbësore të pasivit është që ndërmarrja ka një detyrim aktual... Duhet bërë dallim ndërmjet një detyrimi aktual dhe një zotimi të ardhshëm.”*

### **3) Paraqitja:**

*Nuk është i detyrueshëm asnjë format për paraqitjen, por duhet të figurojnë një numër informacionesh në bilanc ose në shtojcë. Bilanci mund të paraqitet sipas 2 formulave:*

- . goftë duke dalluar elementët rrjedhës nga elementët jorrrjedhës,*
- . goftë në funksion të likuiditetit të aktiveve e të pasiveve.*

*Një aktiv duhet të klasifikohet si aktiv rrjedhës në rastet e mëposhtme:*

*a) aktivi do të përdoret ose do të shitet në kuadrin e ciklit të shfrytëzimit normal të ndërmarrjes;*

*b) aktivi do të mbahet për qëllime transaksioni për një kohëzgjatje më të vogël ose të barabartë me 12 muaj;*

*c) bëhet fjalë për një aktiv të kapitalit të disponueshëm, përdorimi i të cilit nuk u nënshtrohet kufizimeve.*

*Aktivet e tjera, si kapitalet e ngurtësuara të patrupëzuara, të trupëzuara, financiare, kreditimet me afatpagesë mbi 12 muaj klasifikohen si aktive jorrrjedhëse.*

*Një pasiv duhet të klasifikohet si pasiv rrjedhës në rastet e mëposhtme:*

*a) pasivi do të rregullohet në kuadrin e ciklit të shfrytëzimit normal të ndërmarrjes;*

*b) pasivi duhet të rregullohet në 12 muajt pas datës së mbylljes.*

*Pasivet e tjera duhet të klasifikohen si pasive jorrrjedhëse.*

*Kriteri i likuiditetit mbetet parësor, sepse çdo element aktiv ose pasiv me afatpagesë më shumë se një vit detyrimisht del si jorrrjedhës.*

### **4) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS**

*a) parimet e përgjithshme*

*IFRS japin një kuadër konceptual për paraqitjen dhe përgatitjen e gjendjeve financiare (Korniza dhe IAS 1), që nuk gjenden në parimet franceze. Informacioni në IFRS i jep përparësi pikëpamjes së investuesit, ndërsa në Francë ruan një synim më të përgjithshëm, shpesh të përcjellë nga arsyetime juridike dhe fiskale.*

*Nuk jepet i detyrueshëm asnjë format për paraqitjen e bilancit, që mund të dalë në tabelë ose si listë. Paraqitja që përdoret sot në Francë zakonisht e tipit aktiv i ngurtësuar/aktiv qarkullues, shmanget fare pak nga qasja rrjedhës/jorrrjedhës ose në funksion të likuiditetit, me përjashtim të trajtimit të kreditimeve të shfrytëzimit dhe të borxheve afatgjata.*

*b) Aktivet*

*Përkufizimi i aktiveve në IFRS, më i ngushtë sesa rregullat franceze, mbështetet në nocionin e përparësive ekonomike të ardhshme, të kontrolluara nga ndërmarrja dhe jo mbi nocionin e pronësisë juridike e të vlefës ekonomike pozitive, si në parimet franceze. Kështu, disa elementë të përfshirë në aktiv sipas normave franceze detyrimisht kontabilizohen në barrë në IFRS. Po ashtu, data e kontabilizimit ndryshon: transferta e pronësive në parimet franceze dhe transferta e kontrollit në IFRS.*

*Një dallim tjetër i lidhur me përkufizimin, pasuritë në garanci kredie duke mos qenë pronësi e ndërmarrjes, nuk regjistrohen në kontot e shoqërisë sipas parimeve franceze, ndërsa sipas normës IFRS përfshihen në aktiv në masën që këto pasuri përbëjnë një burim të kontrolluar prej ndërmarrjes.*



*c) Pasivi*

*Qysh nga ndryshimi në Francë i rregullave lidhur me parapagimet për rreziqet e barrët, nuk ka më ndonjë dallim ndërmjet 2 referencialeve në përkufizimin e një pasivi. Megjithatë mbeten ndryshime në dallimin ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve. Kjo pikë do të trajtohet më hollësisht më tej te shtjellimi kushtuar pasivit të bilancit.*

## 1. AKTIVI I BILANCIT

Aktivi përfaqëson përdorimin që u është bërë kapitaleve të vëna në dispozicion të ndërmarrjes.

Ai zbërthehet si më poshtë:

AKTIVI
Aktivi i ngurtësuar
Aktivi qarkullues
Kontot e rregullimit
Primet e rimbursimit të obligacioneve dhe të diferencave të konvertimit

### 1.1. AKTIVI I NGURTËSUAR

Aktivi i ngurtësuar grupon elementët e caktuar për t'i shërbyer një kohë të gjatë veprimtarisë së ndërmarrjes, ose me fjalë të tjera, që nuk konsumohet me përdorimin e parë.

Aktivi i ngurtësuar përbëhet prej 3 rubrikave të mëposhtme:

AKTIVI I NGURTËSUAR
Kapitale të ngurtësuara të patrupëzuara
Kapitale të ngurtësuara të trupëzuara
Kapitale të ngurtësuara financiare

Pika e parë që figuron në aktivin e bilancit është kapitali i nënshkruar i paapeluar, i cili regjistron kreditimin e shoqërisë mbi aksionerët. Kapitali duhet të çlirohet më e vona brenda 5 vjetësh me vendim të Këshillit të Administrimit.

#### 1.1.1. NGURTËSIMET TË PATRUPËZUARA

Grupojnë kryesisht shpenzimet e ngritjes, shpenzimet për kërkime dhe zhvillim, koncesionet, patentat, licensat, markat, procedurat, programet kompjuterike, fondet tregtare, të drejtat e garancisë dhe diferencat e blerjeve.

Pikat e kësaj rubrike rrjedhimisht janë mjaft heterogjene dhe prandaj meritojnë një shqyrtim mjaft të vëmendshëm, në shkallën që disa mund të mbulojnë elementë të vlerës, si për shembull, markat ose patentat, ndërsa disa të tjera janë jovlera; por gjithashtu sepse ndërmarrja në këtë fushë zotëron një farë marzhi për t'i kontabilizuar.

*a) Shpenzimet e ngritjes.*

Shpenzimet që bëhen me rastin e veprimeve, të cilat kushtëzojnë ekzistencën ose zhvillimin e ndërmarrjes, por madhësia e të cilave nuk mund të vihet në raport me prodhimet e mallrave e të shërbimeve të përcaktuara, mund të "aktivohen", domethënë të lidhen me aktivin e bilancit te pika "shpenzime të ngritjes".

Këto shpenzime përfshijnë shpenzimet e ndërtimit (si të drejtat e regjistrimit, honoraret...), shpenzimet e ngritjes së parë, shpenzimet e zmadhimit të kapitalit dhe për operacione të ndryshme (shkrirje, ndarje, transformime).

Këto shpenzime si rregull përbëjnë barrë të ushtrimit dhe duhet të regjistrohen në llogarinë e rezultatit. Përfshirja e tyre në aktiv mundëson që të kalohet te amortizimi i tyre për t'i ndarë barrët nëpër shumë ushtrime, dhe, rrjedhimisht, për ta "lëmuar rezultatin".

Këto aktive që në të vërtetë nuk i përgjigjen një vlefte ekonomike, janë jovlera për analizën financiare dhe duhet të ritrajtohen si zbritje e kapitaleve të veta.

Këto shpenzime duhet të amortizohen sipas një plani me një vonesë më e shumta prej 5 vjetësh. Ndërmarrja nuk mund të kryejë asnjë lloj shpërndarjeje të dividendeve në rast se shpenzimet e ngritjes nuk janë amortizuar, me përjashtim të rastit kur madhësia e rezervave të lira është të paktën e barabartë me shpenzimet e ngritjes.

#### ***b) Shpenzimet për kërkime dhe zhvillim.***

Shpenzimet për kërkime e zhvillim janë harxhime, të cilat u përgjigjen përpjekjeve për K. e Zh. të realizuara prej ndërmarrjes për llogari të vet. Si rregull, ato kontabilizohen si barrë për ushtrimin, gjatë të cilit edhe janë bërë. Aktivimi i shpenzimeve të kërkimeve dhe të zhvillimit është i mundur nëse bashkohen njëkohësisht kushtet e mëposhtme:

- është përcaktuar prodhimi ose projekti dhe janë të matshme kostot;
- është vërtetuar zbatueshmëria teknike;
- ndërmarrja ka si qëllim ta bëjë të tregtueshëm prodhimin;
- ka një treg ose do të ketë një treg për prodhimin ose për projektin,
- janë në dispozicion ose mund të jenë burimet e nevojshme për ta çuar mbarë projektin,
- projekti është rentabël dhe do të sjellë përfitime ekonomike në të ardhmen.

Shpenzimet për kërkimet e zbatuara dhe për zhvillimin zakonisht amortizohen brenda një afati më e shumta prej 5 vjetësh. Në raste të jashtëzakonshme dhe për projekte të veçanta, mund të jenë për një periudhë më të gjatë, por e cila nuk duhet të kapërcejë kohëzgjatjen e përdorimit të këtyre aktiveve.

#### ***c) Koncesionet, patentat, licensat, markat, procedurat, programet kompjuterike.***

Këto janë shpenzimet që bëhen për të fituar përparësinë, e cila përbën mbrojtjen e dhënë me disa kushte për shpikësin, autorin ose përfituesin e së drejtës të shfrytëzimit të një patente, të një license, të një marke...

Programet kompjuterike për "përdorim të brendshëm", domethënë që nuk janë caktuar për t'u shitur, që janë blerë ose që janë krijuar, përbëjnë kapitale të ngurtësuara të patrupëzuara.

#### ***d) Fondi tregtar.***

Fondi tregtar përbëhet prej elementësh, që ndihmojnë për të mbajtur ose për të zhvilluar veprimtarinë ekonomike të ndërmarrjes: e drejta e garancisë, klientela, tërheqja e klientëve, vendi i vendosjes, emri tregtar. Këta elementë regjistrohen në vlerën e hyrjes në pasuri. Normalisht, fondi tregtar nuk amortizohet; në rast zhvlerësimi, ai përbën një mjet për rezervë.



### **Normat IAS/IFRS: Ngurtësime të patrupëzuara**

**1) Referimi:** IAS 38 Ngurtësimet të patrupëzuara  
IAS 36 Zhvlerësimet e aktiveve

#### **2) Përkufizimi:**

Norma kontabël IAS 38 e përkufizon një kapital të ngurtësuar të patrupëzuar si “një aktiv jomonetar i përcaktueshëm pa substancë fizike, që mbahet për t’u përdorur për prodhimin ose për furnizimin e mallrave a të shërbimeve, për huadhënie të tretëve ose për qëllime administrative. Një aktiv është një burim:

- a) i kontrolluar nga një ndërmarrje prej faktit nga ngjarjet e kaluara; dhe
- b) leverdia ekonomike e të cilit në të ardhmen është e pritshme për ndërmarrjen.”

Një aktiv është nën kontrollin e ndërmarrjes, nëse ajo ka pushtetin të marrë përfitimet ekonomike të ardhme, të rrjedhura prej këtij burimi dhe nëse mund të kufizojë aftësinë e të tretëve për të hyrë në përfitimet e saj. Aftësia e ndërmarrjes për të pasur në duar përfitimet ekonomike të ardhme të një kapitali të ngurtësuar të patrupëzuar zakonisht rrjedh prej të drejtave, të cilat ndërmarrja mund t’i zbatojë nëpërmjet një gjykate. Kur mungojnë këto të drejta, vërtetimi i kontrollit të saj është i vështirë.

Përfitimet ekonomike të ardhme, të rrjedhura prej një kapitali të ngurtësuar të patrupëzuar mund të përfshijnë produktet e ardhura nga shitja e mallrave ose shërbimeve, nga kursimet në kostot ose nga përfitime të tjera, të rrjedhura prej përdorimit të aktivit nga ana e ndërmarrjes. Disa kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara mund të përmbahen te një mbajtëse fizike, si disku kompakt (në rastin e një programi kompjuterik), ose te një dokument juridik a në një film.

Dallimi ndërmjet elementëve të trupëzuar dhe elementëve të patrupëzuar (norma IAS 16) nuk është gjithnjë e lehtë të bëhet. Atëherë duhet vlerësuar, se cili prej dy elementëve është më i rëndësishëm. Shembulli i dhënë prej normës 38 është ai i një programi kompjuterik të caktuar për një makinë me komandë numerike, që nuk mund të funksionojë pa këtë program. Programi kompjuterik në këtë rast, trajtohet si pjesë përbërëse e aktivit të trupëzuar.

#### **3. Shpenzimet për kontabilizim në barrë:**

Shpenzimet e bëra për t’i siguruar ndërmarrjes përfitime ekonomike të ardhme, por që nuk mund të sjellin kontabilizimin në kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara, duhet të kontabilizohen në barrë.

Do të kontabilizohen në barrë:

- .shpenzimet për kërkime (ndonëse në disa kushte të caktuara shpenzimet e zhvillimit të realizuara brenda ngurtësohen);
- . kostot e vënies në punë të një veprimtarie ose të një ndërmarrjeje;
- . shpenzimet e formimit;
- . shpenzimet për reklamë dhe/ose për promovim;
- . shpenzimet për zhvendosje ose për riorganizim të gjithë ndërmarrjes ose të një pjese të saj.

Sipas normativës, ndalohet që të futen në kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara shpenzimet e kontabilizuara si barrë në gjendjet financiare vjetore të mëparshme.

#### **4) Kontabilizimi dhe vlerësimi fillestar i një kapitali të ngurtësuar të patrupëzuar**

Një kapital i ngurtësuar i patrupëzuar duhet të vlerësohet në fillim sipas koston së tij.

##### **a) Blerja e veçuar**

Kostoja e një kapitali të ngurtësuar të patrupëzuar të marrë veçan përgjithësisht mund të vlerësohet në mënyrë të besueshme. Ajo përfshin çmimin e blerjes, bashkë me të drejtat e importimit dhe taksat e parimbursueshme, si dhe gjithë shpenzimet që lidhen drejtpërdrejt me përgatitjen e kapitalit të ngurtësuar lidhur me përdorimin e parashikuar.

Zakonisht kostoja është ekuivalenti i çmimit me para në dorë. Barrët financiare nuk hyjnë në koston e vet të aktivit, me përjashtim të rastit kur ndërmarrja përdor trajtimin që e lejon IAS 23 (Kostoja e huasë).

##### **b) Kapitale të pangurtësuar të përfuara brenda**

Kushtet e kontabilizimit mund të jenë të vështira për t'i vlerësuar:

- . duhet të përcaktohet nëse dhe duke filluar nga kur aktivi i përcaktueshëm do t'i nxjerrë përfitimet e ardhshme të mundshme dhe,

- . të përcaktohet në mënyrë të besueshme kostoja e aktivit.

Kështu, kur nuk mund të kontabilizohen si kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara, aktivet e përfuara brenda, pra koston e prodhimit nuk mund të dallohen nga kostoja e veprimtarisë. Fjala është konkretisht për markat, titujt e gazetave, kartotekat e klientëve, pjesët e tregut.

Gjithashtu vetëm një pjesë e shpenzimeve për kërkime dhe zhvillim mund të kontabilizohet në aktiv. Këto janë shpenzimet që i përgjigjen fazës së zhvillimit nëse, dhe vetëm nëse, ndërmarrja plotëson kushtet e mëposhtme:

- . ka aftësi dhe synim të marrë kapital të ngurtësuar të patrupëzuar dhe ta përdorë ose ta shesë,

- . aktivi i patrupëzuar përfton fitime ekonomike të ardhshme të mundshme,

- . ka në dispozicion burime për të arritur zhvillim dhe të përdorë ose të shesë kapitalin e ngurtësuar të patrupëzuar,

- . ka aftësi për të vlerësuar në mënyrë të besueshme shpenzimet që lidhen me këtë aktiv.

Në praktikë patentat, procedurat e fabrikimit, programet kompjuterike mund t'i përmbushin këto kushte.

#### **5) Vlerësimi i mëpasme për kontabilizimin fillestar**

Pas kontabilizimit fillestar, një kapital i ngurtësuar jo i trupëzuar duhet të kontabilizohet për koston e tij të pakësuar nga grumbullimi i amortizimeve dhe nga grumbullimi i humbjeve të vlerës.

Norma e LAS kërkon rivlerësimin e kapitaleve të ngurtësuar të patrupëzuara në vlerën e tyre korrekte. Vlera korrekte e aktivit përcaktohet nga tregu aktiv për këto aktive.

#### **6) Amortizimi i kapitaleve të ngurtësuar të patrupëzuara**

Sipas rregullit kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara duhet të amortizohen në atë masë, që konsumohen gjatë rrjedhës së kohës përfitimet ekonomike të nxjerra nga këto aktive. Madhësia e amortizueshme duhet të rindahet sipas kohëzgjatjes së përdorimit të aktivit, që zakonisht nuk i kalon 20 vjet duke nisur nga data e vënies në shërbim. Dotacioni për amortizimet duhet të kontabilizohet në barrë.

#### **7) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS**

Parimet franceze nuk japin një përkufizim të përpiktë të kapitaleve të ngurtësuar të patrupëzuara dhe as kushtet e rrepta të kontabilizimit.

Përkundrazi, norma IAS 38 jep njëkohësisht përkufizimin dhe kushtet



e kontabilizimit të përpikta, të mbështetura në nocionin e burimeve të kontrolluara dhe jo në pronësinë juridike.

Edhe vëllimi i kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara duhet të jetë më pak i rëndësishëm në IFRS, sesa në parimet franceze. Data e kontabilizimit gjithashtu ndryshon: transferimi i pronësisë në parimet franceze dhe transferimi i kontrollit në IFRS.

. Shpenzimet e ngritjes: kontabilizimi i shpenzimeve të ngritjes në aktiv është i lejuar në parimet franceze, por është i ndaluar në IFRS (përfshirja në barrët).

. Kërkimet dhe zhvillimi: shpenzimet për kërkime detyrimisht kontabilizohen në barrë në IFRS, ndërsa në parimet franceze ngurtësimi është i mundshëm vetëm në disa kushte.

Kushtet e regjistrimit në aktiv të shpenzimeve të zhvillimit janë më kufizuese në IFRS në krahasim me parimet franceze.

Patentat e krijuara brenda detyrimisht ngurtësohen në IFRS, kurse kushtet bashkohen; në parimet franceze ndërmarrja ka të drejtën t'i kontabilizojë në barrë.

. Kostoja e hyrjes së kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara: në kundërshtim me parimet franceze, IFRS e ndalojnë që të përfshihet kostoja e hyrjes së një kapitali të ngurtësuar të trupëzuar të blerë me titull të barrësuar të shpenzimeve shoqëruese të tërthorta, edhe nëse këto janë të domosdoshme për përdorimin e aktivit.

Për kapitalet e ngurtësuara të prodhuara brenda, në kundërshtim me IFRS, parimet franceze e pranojnë që të përfshihen kostot e tërthorta të prodhimit (me përjashtim të shpenzimeve të administrimit të përgjithshëm).

Kostot e prodhimit të aktivueshme në IFRS janë vetëm e vetëm ato pas datës së respektimit të kushteve të ngurtësimit të shpenzimeve të zhvillimit. Në parimet franceze, nëse kushtet e aktivimit bashkohen, shpenzimet e periudhës ngurtësohen.

. Amortizimi i kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara: në gjendjen e sotme, te IFRS gjithë kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara detyrimisht amortizohen në atë masë që kohëzgjatja e tyre e përdorimit vështrohet gjithnjë si e përfunduar. Parimet franceze pranojnë që shërbimi i disa aktiveve të trupëzuara nuk pakësohet me kalimin e kohës dhe nga ky fakt nuk amortizohen.

Në IFRS aktivet e trupëzuara amortizohen për kohëzgjatjen e përdorimit të pritshëm, që do të thotë se nxirret vlera mbetëse e vlerësuar e bazës së amortizueshme. Parimet franceze e mbajnë një amortizim për kohëzgjatjen normale të përdorimit, pa ndikimin e vlerës mbetëse.

Amortizimi në IFRS e jep detyrimisht ritmin e konsumimit të përfitimeve ekonomike të ardhme të pritshme të aktivit. Rregullorja e CRC e vitit 2002 siguron një përshtatje sipas këtij parimi aty nga viti 2005.

Në IFRS planet e amortizimit janë të detyrueshme në mbylljen e çfarëdo ushtrimi. Sipas parimeve franceze nuk është i detyrueshëm asnjë periodicitet rishikimi.

### 1.1.2. KAPITALET E NGURTËSUARA TË TRUPËZUARA

Kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara janë pasuri të caktuara për të shërbyer në mënyrë të qëndrueshme për veprimtarinë e ndërmarrjes dhe prandaj ajo është pronare. Kjo ndodh sepse ato nuk i përgjigjen këtij kriteri të fundit, meqë kapitalet e ngurtësuara të marra me qira me kredi, që ndërkaq kontribuojnë edhe në veprimtarinë e ndërmarrjes, nuk figurojnë në paraqitjen franceze, në kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara. Madhësia e qirave mbetëse jashtë bilancit pasiv do të gjendet në “investimi i garancisë së kredisë”. Edhe kjo përbën një pikë dallimi me IFRS.

Kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara përfshijnë konkretisht trojet, ndërtime, pajisjet teknike, materialet dhe aparaturat industriale, kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara ekzistuese.

Kapitalet e ngurtësuara ekzistuese janë kapitale të ngurtësuara të papërfunduara në mbylljen e ushtrimit. Ato mund të realizohen nga vetë ndërmarrja ose mund të dalin nga punët e besuara të tretëve.

Rubrika jep të dhëna për intensitetin kapitalor të ndërmarrjes, që varet shumë nga sektori i veprimtarisë. Duke figuruar kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara në bilanc për sasinë e tyre bruto dhe madhësinë e tyre neto të amortizimeve, është e mundur që të arrihet një gjykim mbi shkallën e vjetërsimit të pajisjeve të ndërmarrjes.

Kapitalet e ngurtësuara kontabilizohen sipas çmimit të marrjes së tyre, kur merren me titull të barrësuar, kurse me koston e prodhimit kur prodhohen nga ndërmarrja, ose për mallrat e blera me titull të lirë nëpërmjet vlerësimit të vleftës së tyre të shitjes. Kështu, disa aktive të trupëzuara mund të zhvlerësohen shumë, ndërsa disa të tjera, krejt të veçanta, kanë vlerë vetëm në kuadrin e veprimtarisë së ndërmarrjes.

### ***Normat IAS/IFRS: Kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara***

#### ***1) Referencat: IAS 16 Kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara***

*IAS 17 Kontratë huadhënieje*

*IAS 20 Kontabilizim i subvencioneve publike dhe i informacioneve që duhen dhënë për ndihmën publike*

*IAS 23 Kostoja e marrjes hua*

*IAS 36 Zhvlerësimi i aktiveve*

*IAS 40 Pasuria e patundshme e investimit*

#### ***2) Përkufizimi i kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara***

*Norma e IAS 16 jep përkufizimin e mëposhtëm për kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara: “aktive të trupëzuara që bëhen prej një ndërmarrjeje si për t’i përdorur në prodhim ose në furnizimin e mallrave a të shërbimeve, ashtu dhe për t’ua dhënë hua të tjerëve, qoftë dhe për qëllime administrative, dhe prandaj pritet që ato të përdoren për më shumë se një ushtrim”.*

*Një aktiv është një burim i kontrolluar nga ndërmarrja si pasojë e ngjarjeve të mëparshme:*

*- përfitimet ekonomike të ardhme prej tij do t’i shkojnë ndërmarrjes;*

*- kostoja e tij mund të vlerësohet në mënyrë të besueshme. Kriteri kënaqet me lehtësi kur ka një transaksion (në rast blerjeje, fatura tregon vlerën e transaksionit). Në rastin e aktiveve të prodhuara prej ndërmarrjes për vetveten, mund të bëhet një vlerësim i besueshëm i koston mbi bazën e transaksioneve me të tretët për të blerë lëndë të para, krah pune dhe përbërës të tjerë që do të përdoren.*

#### ***3) Vlerësimi i kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara***

##### ***a) Vlerësimi fillestar***

*Një kapital i ngurtësuar i trupëzuar duhet të kontabilizohet fillimisht për koston e tij. Kostoja është sasia e kapitalit të disponueshëm (ose ekuivalenti i kapitalit të disponueshëm) të paguar ose vlera korrekte e gjithë kundërpasive të dhëna për të marrë një aktiv në momentin e blerjes ose të ndërtimit.*

*Kostoja përbëhet nga çmimi i blerjes duke i shtuar të drejtat e doganës dhe taksat që nuk rimerren, si dhe gjithë kostot e nevojshme për të sjellë materialin në vend dhe për ta vënë në gjendje që të përdoret në përputhje me përdorimin e parashikuar (kostot e përgatitjes së vendit, shpenzimet e livrimit dhe të mirëmbajtjes, shpenzimet e instalimit, honora-*



ret, kostot e çmontimit ose të zbërthimit... ). Ai është më i vogël sesa zbritjet dhe rabatet tregtare të marra.

Kostoja e një aktivi të prodhuar nga ndërmarrja për vetveten përcaktohet duke përdorur po ato parime, si dhe për një aktiv të marrë. Norma saktëson që shpenzimet administrative dhe shpenzimet e përgjithshme nuk përbëjnë elementë të kostos të aktivit të trupëzuar, me përjashtim të rastit nëse jepen në mënyrë të posaçme, dhe prandaj duhet të kontabilizohen në barrë. Po ashtu shpenzimet e vënies në veprim dhe të parashfrytëzimit përbëjnë barrë, me përjashtim të rastit nëse janë të domosdoshme për vënien në funksionim të aktivit.

Kostoja e huave mund të regjistrohet ose te barrët, ose të kapitalizohet dhe të integrohet në koston e kapitalit të ngurtësuar (IAS 23. Kostoja e huasë). Ky opsion zbatohet për aktivet e quajtura "të cilësuar", domethënë mallrat që kërkojnë një periudhë të gjatë përgatitjeje përpara se të mund të përdoren ose të shiten. Norma jep si shembull instalimet e fabrikimit, prodhimin e energjisë dhe pasuritë e patundshme të investimit.

Norma LAS 20 (Kontabilizimi i subvencioneve publike dhe i informacioneve për t'i dhënë mbi ndihmën publike) propozon 2 metoda kontabilizimi të subvencioneve:

. trajtimi i subvencionit në prodhime të dalluara, që kanë riintegruar pak nga pak amortizime;

. zbritja e subvencionit drejtpërdrejt nga shuma e aktivit.

b) Shpenzimet e mëtejshme

Parimi është si më poshtë: shpenzimet e mëtejshme duhet t'i shtohen vlerës kontable të aktivit kur ka gjasa që përfitimet ekonomike të ardhme, përtej nivelit të ecurisë së përcaktuar që në fillim, i shkojnë ndërmarrjes. Gjithë shpenzimet e tjera të mëtejshme duhet të kontabilizohen në barrë të ushtrimit, gjatë të cilit ato janë bërë.

Quhen si kapitale të ngurtësuar të trupëzuara shpenzimet e mëtejshme, që i përgjigjen njërit prej rasteve të mëposhtme:

. zëvendësimi i një përbërësi të një aktivi të trupëzuar që ka qenë objekt i një vazhdimi dhe që është zhvlerësuar për një kohëzgjatje përdorimi të dalluar (për shembull: zëvendësimi i ndenjësive të një aeroplani).

. shpenzimet përmirësuese të gjendjes së aktivit poshtë nivelit të vet të ecurisë, të përcaktuar që në fillim (për shembull: modifikimi i një njësie prodhimi me qëllim që të zgjatet periudha e përdorimit, të shtohet aftësia për të përmirësuar cilësinë... ).

. shpenzime të mëtejshme që i përgjigjen një kostoje inspektimi ose revizioni të madh (për shembull: shoqëritë ajrore).

Shpenzimet që u përgjigjen rasteve të tjera regjistrohen në barrët.

#### 4) Vlerësimi i mëtejshëm

Janë të mundshme dy metoda vlerësimi për një kapital të ngurtësuar të trupëzuar pas kontabilizimit të tij.

- metoda e referimit është ajo për koston e amortizuar, e barabartë me koston duke zbritur akumulimin e amortizimeve dhe të humbjeve të vlerës;

- metoda alternative është ajo e sasisë së rivlerësuar, domethënë e vlerës korrekte në datën e rivlerësimit duke zbritur akumulimin e amortizimeve të mëtejshme dhe akumulimin e humbjeve të vlerave të mëtejshme.

Vlera korrekte, ose dhe një herë "fair value", përkufizohet si "sasia për të cilën një aktiv mund të shkëmbehet ndërmjet palëve të mirinformuara, që merren vesh e veprojnë në kushtet e konkurrencës normale". Përgjithësisht ajo përcaktohet mbi bazën e një vlerësimi të bërë prej një eksperti.

Trajtimi kontabël i diferencës së rivlerësimit bëhet si më poshtë:

. nëse diferenca është pozitive, kontabilizimi në kapitale të vetat në diferencën e rivlerësimit. Megjithatë, diferenca duhet të kontabilizohet në produkt në rastin kur do të kompensonte një rivlerësim negativ të po atij

aktivi të kontabilizuar më parë në barrë.

, nëse diferenca është negative, kontabilizimi në barrë. Megjithatë, diferenca duhet të futet drejtpërdrejt në lartësinë e diferencës së rivlerësimit, që i përgjigjet në barrë për saldon.

### **5) Qasja sipas përbërësve**

Përbërësit e ndryshëm të një aktivi detyrimisht duhet të vlerësohen dhe të kontabilizohen veç e veç, kur:

- kanë kohëzgjatje të ndryshme përdorimi;
- sjellin përfitime për ndërmarrjen sipas një ritmi të ndryshëm.

Mënyra dhe kohëzgjatja e amortizimit atëherë duhet të përcaktohen për secilin prej përbërësve.

Kostot e rishikimit duhet të regjistrohen, që në fillim, si përbërës të veçuar që nga marrja e aktivit. Në rast se nuk është ky rast, kostot e rishikimit do të jenë barrë të ushtrimit, gjatë të cilit ato janë bërë.

### **6) Dallimet ndërmjet normave franceze dhe IFRS**

Dallimet ndërmjet 2 referencialëve vijnë konkretisht prej përkufizimeve të ndryshme: nocioni i burimeve që kontrollohen në IFRS dhe pronat në referencialin francez. Në rastin kur data e transferimit të pronës dhe e transferimit të kontrollit kanë ndryshime, edhe data e kontabilizimit është e ndryshme.

#### **a) Qasja sipas përbërësve**

Qasja sipas përbërësve është e detyrueshme në IFRS. Kostoja e zëvendësimit të përbërësit detyrimisht kapitalizohet. Nga IFRS nuk lejohet asnjë krijim parapagimesh për ndreqjet e mëdha.

Parimet franceze japin mundësinë e zgjedhjes ndërmjet qasjes sipas përbërësve dhe krijimit të parapagimeve për ndreqjet e mëdha. Dallimi megjithatë zhduket më 1.01.2005 me hyrjen në fuqi të rregullores CRC 2002-10, që e bën të detyrueshme të njëjtën qasje si në IFRS.

#### **b) Përcaktimi i çmimit të blerjes**

IFRS e quajnë të detyrueshme aktualizimin e çmimit të blerjes të kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara në rast pagese të ndryshme përtej kushteve të zakonshme të kredisë. Diferenca kontabilizohet në barrë financiare.

Ndonëse parimet franceze nuk e ndalojnë aktualizimin, ai zbatohet në praktikë mjaft rrallë. Shuma që mbahet zakonisht është çmimi i blerjes pavarësisht nga kushtet e pagesës.

Ashtu si për kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara, shpenzimet e përgjithshme dhe administrative nuk përfshihen në koston e prodhimit të kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara. Këto shpenzime në parimet franceze përfshihen.

#### **c) Subvencionimi i investimit**

Në IFRS ai mund të çohet në zbritje të koston së aktivit, por parimet franceze këtë nuk e lejojnë.

#### **d) Rivlerësimi i kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara**

Në IFRS është e mundshme të rivlerësohen disa kategori të kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara, ndërsa sipas normave franceze rivlerësimi duhet të zbatohet mbi gjithë tërësinë e kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuara dhe financiare.

Humbja në IFRS futet me përparësi në diferencën e rivlerësimit të kontabilizuar më përpara në kapitale të vetat, ndërsa sipas parimeve franceze kundërpartia e humbjes së vlerës kontabilizohet në rezultat.



### 1.1.3. AMORTIZIMET

Vlera e kapitaleve të ngurtësuar përshtatet sipas mesatares së amortizimit të kontabilizueshëm. Nga ana kontable, amortizimi përkufizohet si “konstatim kontabël i një pakësimi të vlerës së një elementi aktiv, që vjen prej përdorimit, prej kohës, prej ndryshimeve teknike ose për ndonjë arsye tjetër”. Kjo humbje e vlerës veç kësaj, duhet të ketë natyrë të pakthyeshme. Ndërsa kur pakësimi i vlerës së një elementi të aktivitetit vjen për shkaqe, të cilat kanë pasojë që nuk gjykohen të pakthyeshme, zhvlerësimi konstatohet tërthorazi nga një parapagim.

Ndërmarrja duhet të veprojë për amortizimet e domosdoshme, edhe në rast se nuk ka ndonjë përfitim ose ky është i pamjaftueshëm.

Amortizimi përbën një barrë kontable pa dalje prej kapitalit të disponueshëm; nxjerrja fillestare prej arkës kryhet gjatë marrjes së kapitalit të ngurtësuar.

Ka disa sisteme të ndryshme amortizimi:

- amortizimi për zhvlerësimin, që shfaq pakësimin e pakthyeshëm të vlerës së një elementi të aktivitetit, të ardhur nga përdorimi në kohë, nga ndryshimet e teknikës. Mund të zbatohet sipas mënyrës vijëzore ose zbritëse.

Nga ana kontable, amortizimi për zhvlerësim shkon në pakësim të aktivitetit të bilancit dhe në barrë të shfrytëzimit në llogarinë e rezultatit.

- amortizimi i prishjes përfaqëson atë pjesë të amortizimit, që nuk i përgjigjet objektit të zakonshëm të amortizimit për shkak zhvlerësimi, domethënë kuotës së pjesës së amortizimeve, që zbatohen për të përfituar nga ana fiskale.

Nga ana kontable ai figuron në pasivin e bilancit (sipas dispozitave të rregullores) dhe në barrë të jashtëzakonshme për llogarinë e rezultatit.

#### a) Amortizimi nga zhvlerësimi

- **Amortizimi vijëzor** bëhet duke e ndarë barrën e amortizimit në fraksi- one vjetore të barabarta për kohëzgjatjen e jetës teorike të pasurisë. Ai i përgjigjet amortizimit fiskal më të ulët.

Taksat që duhen mbajtur sipas C.G.I. janë “ato që përgjithësisht prano- hen sipas përdorimit të çdo lloji industrie, tregtie e shfrytëzimi...”.

Për t'i pasur si tregues, taksat më të zakonshme të pranuar janë:

ndërtesat tregtare	2 deri 5 %
ndërtesat industriale (pa përfshirë vlerën e truallit)	5 %
materialet	10 deri 15 %
pajisjet	10 deri 20 %
automjetet e materiali qarkullues	20 deri 25 %
orenditë	10 %
materialet e zyrave	10 deri 20 %
kancelaritë e zyrave	100 %
vendosja dhe instalimi	5 deri 10 %

Aktivitetet e marra gjatë ushtrimit amortizohen *pro rata temporis* për vitin e parë.

- Ndërmarrjet po ashtu kanë të drejtën të zbatojnë **amortizimin zbritës**, një sistem i vendosur për t'i nxitur që të investojnë. Në të vërtetë, duke u lejuar këste vjetore më të larta dhe një amortizim më të shpejtë, ndërmarrjet i shtojnë barrët e tyre fiskale të zbritshme dhe kështu i pakësojnë detyrimet e tyre.

Por ky sistem nuk zbatohet për pasurinë e paluajtshme.

Taksa e amortizimit zbritës gjendet duke shumëzuar taksën e amortizimit vijëzor me një koeficient funksion të kohëzgjatjes normale të përdorimit të mallit.

Koeficienti	kohëzgjatja e jetës së mallit
1,25	e përfshirë ndërmjet 3 e 4 vjet
1,75	e përfshirë ndërmjet 5 e 6 vjet
2,25	kohëzgjatja mbi 6 vjet

Kësti vjetor i amortizimit llogaritet mbi vlerën e origjinës për vitin e parë, më pas mbi vlerën mbetëse. Kalohet te sistemi vijëzor, kur kësti vjetor zbritës është më i ulët sesa ai i amortizimit vijëzor.

**Shembull:** krahasimi i amortizimit vijëzor me amortizimin zbritës.

Të marrim një mall pajisjesh të blerë me 1 000 € më 1 korrik të vitit 1 dhe me kohëzgjatje të jetës të mundshme 5 vjet.

periudha	Amortizimi vijëzor	vlera neto kontable	Amortizimi zbritës	vlera neto kontable
1	100	900(1)	200	800 (2)
2	200	700	320	480(3)
3	200	500	192	288
4	200	300	144	144(4)
5	200	100	144	0
6	100	0		

(1) taksa e amortizimit vijëzor: kohëzgjatja 5 vjet është 20 %

$$1000 \times 20 \% \times 6/12 = 100. \text{ V.N.C.} = 1000 - 100 = 900$$

(2) taksa e amortizimit zbritës:  $20 \% \times 2 = 40 \%$

(3)  $800 \times 40 \% = 320$  V.N.C. =  $800 - 320 = 480$

(4)  $288 \times 0,5 = 144$  V.N.C. =  $288 - 144 = 144$

#### b) Amortizimi i prishjes

Vetëm amortizimet e konstatuara siç duhet në kontabilitet mund të zbriten nga përfitimi i tatueshëm. Nganjëherë gjithashtu fiskaliteti përdoret për qëllime të politikës ekonomike, për shembull, për të nxitur ndërmarrjet që të investojnë. Parimi i amortizimit nga prishja është që të mundësojë të konstatohet një amortizim, i cili nuk i përgjigjet një zhvlerësimi të vlerës së aktivitetit, por një amortizimi të jashtëzakonshëm, që mund të përfitojë nga leverdia fiskale.

Trajtimi kontabël pasqyron karakterin financiar: ato kontabilizohen në pasivin e bilancit (në “rezerva sipas rregulloreve”, të përfshira në kapitalet e veta) dhe në llogarinë e rezultatit në barrë të jashtëzakonshme. Më pas dotacioni riintegrohet hap pas hapi në llogarinë e rezultatit në produkte të jashtëzakonshme.

Madhësia e kapitaleve të ngurtësuara kështu nuk pakësohet nga dotacioni për amortizimet nga prishja.

#### *Normat IAS/IFRS: Amortizimet*

##### *1) Përkufizimi*

*Amortizimi është shpërndarja sistematike e shumës së amortizueshme të një aktivi sipas kohëzgjatjes së vlerës së përdorimit për ndërmarrjen.*

*Madhësia e amortizueshme është kostoja e një aktivi ose çfarëdo shume tjetër zëvendësuese për koston e pakësuar të vlerës së saj mbetëse (sasia neto që ndërmarrja pret të marrë për një aktiv në fund të kohëzgjatjes së tij të vlerës së përdorimit pas zbritjes së kostove të daljeve të pritshme).*



*Madhësia e amortizueshme duhet të shpërndahet në mënyrë sistematike për kohëzgjatjen e dobisë së kapitalit të ngurtësuar. Mënyra e amortizimit duhet të pasqyrojë ritmin, sipas të cilit konsumohen përfitimet ekonomike të ardhme, të lidhura me aktivin. Nocioni i "shpërndarjes sistematike" do të thotë se amortizimi është një proces shpërndarjeje të kostos së një aktivi për kohëzgjatjen e vlerës së përdorimit dhe jo konstatimi i një pakësimi të vlerës së tij përgjatë kohës.*

### **2) Vlera mbetëse**

*Vlera mbetëse është sasia neto që ndërmarrja pret të marrë për një aktiv në fund të kohëzgjatjes së jetës së tij pas zbritjes së kostove të daljes.*

### **3) Zgjatja e vlerës së përdorimit:**

*Kohëzgjatja e vlerës së përdorimit është:*

- a) ose periudha gjatë së cilës ndërmarrja pret që ta përdorë një aktiv;*
- b) ose numri i njësive të prodhimit ose i njësive të ngjashme, të cilat ndërmarrja pret që t'i marrë nga aktivi.*

*Kohëzgjatja e vlerës së përdorimit të një aktivi mund të jetë më e shkurtër sesa jeta e tij ekonomike.*

*Një ndërmarrje transporti ka si politikë të përtërijë parkun e mjeteve çdo tre vjet. Kohëzgjatja e jetës ekonomike të kamionëve është pasuria më jetëgjatë (e rendit nga 5 deri 10 vjet). Për këtë ndërmarrje kohëzgjatja e vlerës së përdorimit të kamionëve është prej 3 vjetësh, kohë që duhet të mbahet për të përcaktuar amortizimin. Vlera mbetëse e kamionëve për 3 vjet duhet të vlerësohet.*

*Kohëzgjatja e vlerës së përdorimit dhe mënyra e amortizimit duhet të rishikohen periodikisht.*

### **4) Mënyrat e amortizimit**

*Norma lejon tri mënyra amortizimi pa i vënë në rend hierarkik:*

- . amortizimi vijëzor;*
- . amortizimi zbritës: metoda pasqyron më mirë se amortizimi vijëzor ritmin e konsumimit të fitimeve ekonomike të aktivit. Një pajisje e re është më produktive dhe pëson më pak difekte sesa një pajisje e vjetër.*
- . amortizimi në funksion të njësive të prodhimit: barra është në funksion të përdorimit ose të prodhimit të parashikuar të aktivit. Atëherë amortizimi varet më shumë nga përdorimi sesa nga koha. Kjo metodë përdoret kryesisht në industrinë nxjerrëse.*

*Ndryshimi i ritmit të konsumimit të përfitimeve ekonomike të pritshme nga aktivi kërkon rishikimin e planit të amortizimit. Dotacioni për amortizimet e ushtrimit ekzistues dhe të ushtrimeve të ardhme duhet rrjedhimisht të rregullohen.*

*Prejardhja e ndryshimit mund të jetë:*

- ndryshimi i ndjeshëm i përdorimit të parashikuar të pasurisë (ndryshimi i kushteve të shfrytëzimit: shtimi, pakësimi i kohëzgjatjes së përdorimit, modifikimi i aftësive të prodhimit, ndryshimet teknike, evoluimi i tregut).*
- ndryshimi i bazës së amortizueshme (që vjen nga shpenzimet e mëtejshme përmirësuese të gjendjes ose të ecurisë, përtëritja e një përbërësi...)*

*Për shembull:*

*Le të marrim një lëndë prodhimi 200 të blerë e të vënë në shërbim në N janar. Duke mbajtur parasysh përdorimin e parashikuar të saj, kohëzgjatja e përdorimit të mbajtur është 5 vjet. Nëse ritmi i konsumimit të përfitimeve ekonomike është i rregullt, amortizimi është vijëzor për 5 vjet, pa vlerë mbetëse.*

*Pas dy vjetësh përdorimi, del që përdorimi i pasurisë është më i rëndësishëm sesa parashikimi. Atëherë merret vendim që të amortizohet lënda për dy vjetët pasues dhe jo për 3 vjet, siç ishte parashikuar në fillim. Mbahet mënyra e amortizimit vijëzor.*

**PLANI I AMORTIZIMIT TË RISHIKUAR**

VITET	Këste vjetore parashikuar	Bashkërisht	Këste vjetore rishikuar	Bashkërisht rishikuar
N	40	40		40
N + 1	40	80		80
N + 2	40	120	60	140
N + 3	40	160	60	200
N + 4	40	200		

**5) Dallimet e normave franceze kundrejt IFRS**

*Parimet e reja të amortizimit të kapitaleve të ngurtësuara të trupëzuar, që janë frymëzuar njaft nga IFRS, hyjnë në fuqi në Francë për ushtrimet e hapura më e shumta duke nisur nga 1 janari 2005. Dallimet ndërmjet 2 referencialeve atëherë do të jenë pakësuar krejt.*

*a) Qasja sipas përbërësve:*

*Në IFRS qasja sipas përbërësve kërkon një plan amortizimi të veçantë për secilin përbërës të një kapitali të ngurtësuar të trupëzuar. Kjo qasje mbetet fakultative te parimet franceze. Megjithatë do të ketë afrim të parimeve franceze me IFRS duke nisur nga 1 janari 2005.*

*b) Kohëzgjatja e amortizimit*

*Në IFRS amortizimi bëhet për kohëzgjatjen e mundshme për përdorim të kapitalit të ngurtësuar, që do të thotë të zbritet vlera mbetëse e bazës së amortizueshme.*

*Praktika franceze aktualisht e mban kohëzgjatjen normale të përdorimit pa marrë parasysh vlerën mbetëse.*

*Megjithatë, ky dallim duhet të zhduket duke nisur nga viti 2005. Sipas normës së IFRS amortizimi pasqyron ritmin e konsumimit të përfitimeve të ardhme. Ky parim gjithashtu duhet të zbatohet në parimet franceze duke nisur nga viti 2005.*

*c) Rishikimi i planit të amortizimit*

*Në IFRS planet e amortizimit duhet të rishikohen periodikisht. Parimet franceze nuk e bëjnë të detyrueshëm asnjë periodicitet.*

**Normat IAS/IFRS: Kontratat për huadhënie**

**1) Referenca: IAS 17 Kontratë për huadhënie**

**2) Përkufizimi:**

*Norma e përkufizon kontratën e huadhënies si një marrëveshje nëpërmjet së cilës huadhënësi i jep marrësit për një periudhë të caktuar të drejtën e përdorimit të një aktivi në shkëmbim të një pagese ose të një serie pagesash.*

*Norma dallon:*

*. kontratën e huadhënies për financim, kontratën e huadhënies e cila ia transferon marrësit pothuaj tërësinë e rreziqeve dhe të përfitimeve që kanë të bëjnë me pronësinë e pasurisë;*

*. kontratën e huadhënies të thjeshtë, që mbulon gjithë kontratat e*



huadhënies, me përjashtim të huadhënies për financim.

Në praktikë huadhënia për financim mbulon kontratat e garancisë së qiradhënies (leasing), huadhënien e shitjes, huadhënien me opSION për blerje.

### **3) Kontrata e huadhënies për financim**

Për të përcaktuar nëse një kontratë huadhënieje është kontratë huadhënieje për financim, substanca e transaksionit mbizotëron mbi formën e kontratës.

Gjendjet e mëposhtme çojnë te klasifikimi i një kontrate si kontratë huadhënieje për financim:

- Kontrata e transferon pronësinë e pasurisë në afatin e kontratës;
- Kontrata përmban një opSION blerjeje me çmim preferencial;
- Kredia mbulon pjesën më të madhe të kohëzgjatjes së jetës ekonomike të pasurisë;
- Vlera e aktualizuar e pagesave më të vogla është e afërt me vlerën korrekte të pasurisë së dhënë hua për datën e përfundimit të qiradhënies;
- Aktivët e dhëna hua janë të një natyre të specializuar dhe i përshtaten vetëm marrësit;
- Marrësi mban mbi vete humbjet e lidhura me prishjen e kontratës;
- Fitimet ose humbjet e lidhura me luhatjen e vlerës mbetëse janë barrë e marrësit;

Huadhënia për një periudhë të dytë pasuese është e mundshme me një çmim mjaft më të ulët nga çmimi i tregut.

Nga ana kontable, për marrësin pasuria objekt i një kontrate huadhënieje për financim duhet të trajtohet si të jetë blerë me kredi dhe financuar me hua te huadhënësi. Madhësia që duhet kontabilizuar është vlera korrekte e pasurisë, ose kur kjo është më e ulët, vlera e aktualizuar e pagesave më të vogla të kontratës (norma e aktualizimit të mbajtur është norma e përmbajtur prej kontratës së huadhënies). Kjo shumë përfshihet në kapitalët e ngurtësuar dhe amortizohet për kohëzgjatjen e vlerës së përdorimit; financimi kontabilizohet në borxhe financiare.

Pagesat sipas kontratës kontabilizohen në barrë pas zbërthimit ndërmjet barrës së amortizimit dhe barrëve financiare.

### **4) Kontrata e huadhënies e thjeshtë:**

Çfarëdo kontrate huadhënieje, që nuk është kontratë huadhënieje financimi, është kontratë huadhënieje e thjeshtë dhe duhet të kontabilizohet në mënyrën e mëposhtme nga marrësi:

- aktivi mbetet i kontabilizuar në aktivin e huadhënësit;
- qiratë kontabilizohen në rezultat linearisht për kohëzgjatjen e kontratës, me përjashtim të rastit kur tregohet se një mënyrë tjetër është më e përshtatshme;
- kostot e drejtpërdrejta fillestare regjistrohen në barrët.

## **1.1.4. KAPITALET E NGURTËSUARA FINANCIARE**

Kapitalet e ngurtësuar financiare përmbledhin 4 kategori titujsh:

a) **titujt e pjesëmarrjes:** këta janë titujt, zotërimi i qëndrueshëm i të cilëve vlerësohet i dobishëm për veprimtarinë e ndërmarrjes, konkretisht sepse mundëson të ushtrohet ndikim mbi shoqërinë nxjerrëse të titujve ose siguron kontrollin.

**marrja nën kontroll:** ndërmarrja blerëse e titujve dëshiron të ushtrojë ndikim vendimtar mbi drejtimin e shoqërisë nëpërmjet ndërmjetësimit të përfaqësuesve në organet e drejtimit;

. **pjesëmarrja:** ndërmarrja kërkon krijimin e lidhjeve të qëndrueshme me shoqërinë me qëllim që të ketë përfitime të ndryshme, veçanërisht të natyrës ekonomike, për shembull, marrëdhënie tregtare të privileguara.

Titujt e pjesëmarrjes vlerësohen në hyrjen e kostos së tyre të blerjes, që njëkohësisht përmban kostot e transaksionit. Kur paraqitet rasti, do të kontabilizohen rezervat për të konstatuar zhvlerësimin e titujve. Përkundrazi, duke ndjekur parimin e përkujdesit, mbivlerat e rastit nuk do të kontabilizohen. Prandaj kjo pikë ka gjasa që të mbulojë mbivlerat e fshehta.

b) **titujt e ngurtësuar të veprimtarisë së letrave me vlerë (TIAP):** grupon titujt e caktuar për veprimtari me letra me vlerë, domethënë me objektiv që “për një afat pagese pak a shumë të gjatë të merret një rendiment i kënaqshëm”.

c) **titujt e tjerë të ngurtësuar:** ka të bëjë me tituj të tjerë veç titujve të pjesëmarrjes, që ndërmarrja synon t'i mbajë për shumë kohë.

d) **vlerat e patundshme të investimit:** janë tituj të marrë për të realizur një fitim me afatpagesë të shkurtër.

### **Normat IAS/IFRS: Aktivët financiarë**

#### **1) Referenca: IAS 32 Instrumentet financiare:**

informacionet që duhen dhënë

dhe paraqitja.

IAS 39: Instrumentet financiare:

kontabilizimi dhe

vlerësimi.

(Bankat dhe shoqëritë e sigurimit europiane janë kundër zbatimit të IAS 32 dhe 39 në variantin e tyre të sotëm. Normat janë homologuar në korrik 2003 nga Bashkimi Europian, me përjashtim të IAS 32 dhe 39).

#### **2) Përkufizimi:**

Norma IAS 39 përkufizon 4 kategori të aktiveve financiare të mëposhtme:

. aktivët e mbajtura për qëllime transaksioni: aktiv që mbahet me objektiv të realizohet një përfitim i lidhur me luhatjet e çmimit afatshkurtër ose për një marzh arbitrazhi.

Këto aktive mund të përfshijnë instrumente të borxhit ose të kapitaleve të veta të blera, si dhe huatë e kreditimet të marra a të nxjerra prej ndërmarrjes me objektiv të rishiten në afat të shkurtër për të realizuar një fitim.

. huatë dhe kreditimet e nxjerra nga ndërmarrja: grupon aktivët financiarë të nxjerra nga ndërmarrja, duke i siguruar para, mallra ose shërbime drejtpërdrejt një debitori. Norma nuk bën dallim ndërmjet titujve që kanë natyrë titulli (për shembull, titull borxhi si obligacionet ose kreditimet e negociueshme të nënshkruara në nxjerrje) dhe të tjerëve (si për shembull, kreditimet e klientëve).

. aktivët e mbajtura deri në afatpagesë: janë aktivët që kanë flukse të prera ose të përcaktueshme, një datë afatpagese fikse dhe që ndërmarrja ka si qëllim të shprehur dhe ka edhe mjetet për t'i mbajtur deri në afatpagesë (për shembull, obligacionet).

. aktivët e disponueshme për shitje: janë ato që nuk klasifikohen në asnjërën nga 3 kategoritë e tjera të aktiveve të përmendura më parë.

#### **3) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS:**

Që në fillim, 4 kategoritë e aktiveve financiare të normës 39 nuk u përgjigjen 4 kategorive që aktualisht përdoren në Francë.



*a) data e kontabilizimit*

Në IFRS blerjet ose cedimet kontabilizohen qoftë në datën e transaksionit, qoftë në datën e zgjidhjes dhe jo në datën e transferimit të pronës si në parimet franceze.

*b) Vlerësimi në datën e mbylljes*

. Aktivet e transaksioneve vlerësohen për vlerën korrekte dhe variationet kontabilizohen në rezultat;

. Aktivet e disponueshme për shitje (që përfshijnë përgjithësisht pjesëmarrjet në filialet) vlerësohen për vlerën korrekte. Ndërmarrja mund të bëjë një zgjedhje të pakthyeshme, që t'i kontabilizojë luhatjet e vlerës korrekte qoftë drejtpërdrejt në kapitale të vetat, qoftë në rezultat;

. Aktivet e mbajtura deri në afatpagesë dhe huatë e kreditimet kontabilizohen për koston e amortizuar, domethënë për koston historike pas zbritjes së rastit të një rezerve për zhvlerësimin.

**1.2. AKTIVI QARKULLUES**

Aktivi qarkullues përkufizohet si “tërësia e aktiveve që u përgjigjet elementëve të pasurisë, të cilët, për arsye të destinimit të tyre ose të natyrës së tyre, nuk kanë synim të mbeten për shumë kohë në ndërmarrje”.

Aktivi qarkullues zëbërthehet në:

AKTIVI QARKULLUES
stoqet dhe ekzistueset
avancat dhe paradhëniet e derdhura me urdhër
kreditimet
vlerat e paluajtshme të investimit
mjetet e disponueshme

**1.2.1. STOQET DHE NË PROCESIN E PRODHIMIT***a) Përkufizimi i stoqeve*

Stoqet janë aktive të konsumueshme, pronë e ndërmarrjes, që ndërhyjnë në ciklin e shfrytëzimit qoftë për t'u konsumuar: furnizimet me lëndë të para dhe të konsumueshme, qoftë për t'u shitur të gatshme: mallra tregtare ose në fund të një procesi prodhimi: prodhime në proces transformimi.

Dallohen stoqet e mirëfillta nga prodhimet në proces:

- **mallrat:** gjithçka që ndërmarrja e blen për ta shitur të gatshme.

- **lëndët e para:** objektet dhe lëndët pak a shumë të përpunuara, të caktuara për të hyrë në përbërjen e produkteve që trajtohen ose fabrikohen.

- **lëndët dhe furnizimet e konsumueshme:** objektet ose lëndët pak a shumë të përpunuara, të konsumueshme në përdorimin e parë ose me shpejtësi dhe që kanë të bëjnë me trajtimin, fabrikimin ose shfrytëzimin, pa hyrë drejtpërdrejt në përbërjen e produkteve të trajtuara ose të fabrikuar.

- **produktet e ndërmjetme,** që kanë arritur një fazë përpunimi, por janë të caktuara për të hyrë në një fazë të re të qarkut të prodhimit.

- **produktet e përfunduara,** që kanë arritur një fazë përpunimi përfundimtar në ciklin e prodhimit.

Prodhimet në proces ose në proces prodhimi janë mallra ose shërbime në proces formimi përmes një procesi prodhimi. Prodhimet e mallrave janë produkte ose punime në proces; prodhimet e shërbimeve janë studime ose dhënie e shërbimeve të tjerëve në proces.

#### *b) Vlerësimi i stoqeve*

Vlerësimi i stoqeve ka ndikim mbi rezultatin. Stoqet janë barrë të dallueshme: transferimi i barrëve të llogarisë së rezultatit te aktivi i bilancit gjatë regjistrimit të stoqeve; pastaj nga aktivi te llogaria e rezultatit në çastin e rimarrjes. Nëse sasia e transferuar te stoqet është mbivlerësuar, po aq përmirësohet rezultati: barrët e llogarisë së rezultatit pakësohen kurse stoqet mbivlerësohen. Përkundrazi, në momentin e daljes së stoqeve, rezultati do të jetë më i dobët, sepse barra e rimarrë për llogarinë e rezultatit do të jetë më e rëndësishme.

Arsyetimi është simetrik në rastin e zhvleftësimeve të stoqeve.

Kur hyjnë, stoqet dhe ato në proces regjistrohen:

- për lëndët e para dhe mallrat në koston e tyre të blerjes, të barabartë me çmimin e marrjes pa taksën e rritur të shpenzimeve shtojcë të blerjes (transporti, tranziti, e drejta e doganës, sigurimet...)

- për produktet e përfunduara dhe ato në proces në koston e tyre të prodhimit, të barabartë me koston e blerjes së lëndëve të konsumuara, të barrëve të drejtpërdrejta të prodhimit dhe të kostove të tërthorta, që mund të lidhen në mënyrë të arsyeshme me prodhimin e mallrave.

Kostot vlerësohen mbi bazën e një niveli të veprimtarisë, ndërsa pjesa e kuotës e barrëve nuk mund të përfshihet në rast veprimtarie më të paktë.

Vlerësimi i stoqeve ndryshon sipas artikujve të stokut, kur janë “të përcaktueshme” (elementë që mund të ndiqen individualisht) ose “të ndërkëmbyeshme” (elementë që nuk mund të përcaktohen veç e veç pas hyrjes së tyre në magazinë).

Elementët e përcaktueshëm vlerësohen sipas koston të tyre reale të hyrjes.

Dy metoda të vlerësimit të elementëve të ndërkëmbyeshëm, që pranohen në kontabilitetin e shoqërisë dhe nga organet fiskale në Francë, janë:

- **metoda e Kostos Mesatare të Ponderuar** vlerëson daljet e stoqeve në këtë raport: gjithsej kostot e blerjes (ose të prodhimit) sipas sasive të blera (ose të prodhuara).

- **metoda FIFO** (*i pari që hyn / i pari që del* ose PEPS) vlerëson daljet e stoqeve në koston e artikullit më të vjetër ndërmjet stoqeve.

Krijohen rezerva për zhvlerësimin e stoqeve qoftë duke ndjekur luhatjet e çmimit të tregut, të prishjes, qoftë kur vjetrimi i vlerës së shitjes të stoqeve është më i ulët sesa vlera e inventarit.

#### **Normat IAS/IFRS: Stoqet**

##### **1) Referenca: IAS 2 Stoqet**

##### **2) Përkufizimi i stoqeve:**

Norma IAS 2 i përkufizon kështu stoqet:

“Stoqet janë aktive:

a) që mbahen për t’u shitur gjatë ecurisë normale të veprimtarisë;

b) në proces prodhimi për një shitje të tillë;

c) ose në formë lëndësh të para ose furnizimesh që duhet të konsumohen në procesin e prodhimit a të kryerjes së shërbimeve”.

##### **3) Kostoja e stoqeve:**

IAS 2 e përpikëson:

“Kostoja e stoqeve duhet të përfshijë gjithë kostot e blerjes, kostot e



*transformimit në kosto të tjera që kanë dalë për t'i mbajtur stoqet në vend dhe në gjendjen ku ndodhen".*

*Kostoja e blerjes përfshin çmimin e blerjes, të drejtat doganore dhe taksat e pakthyeshme, shpenzimet e transportit dhe kostot që hyjnë drejtpërdrejt në blerjen e mallrave.*

*Kostot e transformimit përfshijnë kostot e lidhura drejtpërdrejt me njësitë e prodhuara (për shembull, krahun e punës të drejtpërdrejtë), si dhe shpenzimet e përgjithshme të prodhimit të luhatshme dhe të fiksuara, që bëhen për t'i shndërruar lëndët në produkte të përfunduara.*

*Shpenzimet e përgjithshme të prodhimit, si amortizimet dhe mirembajtja e ndërtesave e pajisjeve industriale dhe shpenzimet e menaxhimit administrativ janë kosto transformimi që detyrimisht përfshihen në IFSR. Përfshirja bëhet mbi bazën e kapacitetit normal të prodhimit. Kështu, vlerësimi i stoqeve është i pavarur nga luhatjet e veprimtarisë.*

*Norma kërkon që, pa dhënë një listë shteruese, nuk mund të përfshihen kostot në vlerësimin e stoqeve. Për shembull, do të përmendim shpenzimet e komercializimit, disa shpenzime të përgjithshme (ato që nuk ndihmojnë për të mbajtur stoqet në vendin dhe në gjendjen ku ndodhen), konsumimet jonormale të lëndëve të para, mirëmbajtjen, kostot e stokimit.*

#### **4) Metodat e vlerësimit**

*Stoqet mund të vlerësohen sipas 3 metodave:*

- a) metoda e kostove reale (FIFO, CMP ose dhe LIFO)*
- b) metoda e kostove standarde*
- c) metoda e kostove në detaje (që përdoret për veprimtarinë e shpërndarjes dhe bëhet duke zbritur një përqindje marzhi për secilin grup produkti homogjen me qëllim që të vlerësohet vlera e stokut për çdo kategori).*

#### **5) Vlerësimi i stoqeve në inventar:**

*Norma IAS 2 kërkon:*

*"Stoqet duhet të vlerësohen me koston më të ulët dhe me vlerën neto të realizimit".*

*Vlera e realizimit përkufizohet:*

*"çmimi i shitjes i çmuar gjatë rrjedhës normale të veprimtarisë, duke zbritur kostot e vlerësuara për blerjen dhe kostot e çmuara të domosdoshme për të realizuar shitjen".*

#### **6) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS:**

*. Hyrja dhe dalja e stoqeve në IFRS bëhen në datën e transferimit të kryesores së rreziqeve e të përfitimeve dhe të kontrollit, por jo në transferimin e pronësive si në parimet franceze.*

*. Shpenzimet e përgjithshme fikse të prodhimit përfshihen në mënyrë më sistematike në stoqet te IFRS sesa në parimet franceze.*

*. Zhvlerësimet e stoqeve: në IFRS është e ndaluar të zhvlerësohen stoqet për qarkullimin e ngadaltë. Krijohet një rezervë për zhvlerësimin vetëm në rastin kur kostoja e hyrjes është më e madhe sesa vlera e realizimit të stokut. Parimet franceze lejojnë krijimin e rezervës për qarkullimin e ngadaltë të stoqeve.*

### 1.2.2. KREDITIMET

Ndryshe nga sistemi bazë, sistemi i zhvilluar sjell një informacion plotësues, që i zbërthen kreditimet e lidhura drejtpërdrejt me shfrytëzimin e kreditimeve të tjera.

<b>Sistemi i zhvilluar:</b>
Kreditimet e shfrytëzimit: - kreditime të klientëve dhe llogaritë bashkangjitur kreditime të tjera të ndryshme

<b>Sistemi bazë:</b>
Kreditimet: - kreditime të klientëve dhe llogaritë bashkangjitur - të tjera

- **kreditimet e shfrytëzimit** i përgjigjen tërësisë së kreditimeve të lidhura drejtpërdrejt me ciklin e shfrytëzimit së bashku me një pjesë të “kreditimeve klientëve dhe llogaritë bashkangjitur”, dhe “të tjera” (paradhënie e parapagime personelit, subvencione të shfrytëzimit, TVA e zbritshme...).

Në pikën “klientë e llogari bashkangjitur” figurojnë kreditimet klientëve, domethënë të tretëve, të cilëve ndërmarrja u ka shitur mallra ose shërbime, ose u ka dhënë hua shërbime për të zbatuar një urdhër ose një kontratë tregtare dhe që nuk janë paguar me para në dorë, pavarësisht nëse kreditimet janë materializuar apo jo nëpërmjet pasojave të tregtisë. Çeqet e skontuara nga ndërmarrja te bankat e saj dalin te pika klientët, por përmenden jashtë bilancit. Në rast rreziku mosmbulimi, kreditimet klientëve duhet të zhvlerësohen në mesataren e një rezerve.

- **kreditimet e ndryshme** grupojnë kreditimet jashtë shfrytëzimit: kontot e partnerëve, kreditimet për shoqëritë partnere, kreditimet për cedimin e kapitaleve të ngurtësuar, për cedimin e vlerave të luajtshme të vendosjes, subvencione për të marrë (investim e ekuilibër), paradhënie lidhur me tatimin mbi shoqëritë.

- kapitali i nënshkruar i quajtur i paderdhur.

#### **Normat IAS/IFRS: Kreditimet**

**1) Referenca:** IAS 39 Instrumentet financiare: kontabilizimi dhe vlerësimi

**2) Sipas IAS 39, kreditimet e lëshuara nga një ndërmarrje janë aktive financiare (shih pikën normat IAS / IFRS: aktivet financiare).**

Ndryshe nga aktivet e tjera financiare, këto kreditime nuk vlerësohen sipas vlerës korrekte, por sipas kostos së amortizuar, të llogaritur me mesataren e një norme interesi efektiv. Kjo normë është norma që barazon, nga njëra anë, vlerën e aktualizuar të flukseve të ardhme, të pritshme në madhësinë e përfshirë në bilanc. I përgjigjet normës së rendimentit të brendshëm.

Megjithatë, kreditimet afatshkurtra pa interes përgjithësisht vlerësohen në madhësinë e faturës së prejardhjes. Në praktikë, me përjashtim të rastit të veçantë të kreditimeve afatgjata, kreditimet vlerësohen në vlerën nominale të rimbursimit (kostoja historike).

Duhet të konstatohet një zhvlerësim, nëse ka gjasë që ndërmarrja të mos mundë të arkëtojë sasinë e duhur. Madhësia e humbjes është diferencën ndërmjet vlerës kontabël dhe vlerës së rikthyeshme.



*Zhvlërësimi në parim përcaktohet rast për rast, por edhe mund të përcaktohet globalisht.*

**3) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS:**

*Lidhur me kreditimet, IAS 39 dhe parimet franceze janë të njëjta.*

### 1.2.3. VLERAT E LUAJTSHME TË INVESTIMIT

VLI janë tituj të marrë jo për të ushtruar ndonjë ndikim, por në kuadrin e menaxhimit të tepricave të kapitalit të disponueshëm. Si objektivi është kërkimi i rentabilitetit në formën e dividendëve ose të mbivlerës. Këta tituj në parim duhet të jenë të realizueshëm shpejt në likuiditet.

Vlera e inventarit e VLI të kuotuarat i përgjigjet kursit mesatar të bursës të muajit të fundit. Kur e kapërcen koston historike, produkti i fshehtë nuk duhet të kontabilizohet, ndërsa një humbje e fshehtë duhet të futet në rezervë.

Si shmangie nga parimi i moskompensimit, ndërmarrja mund ta kufizojë rezervën për zhvlërësim në gjysmëvlerën e fshehtë të pambuluar nga mbivlerat e tjera të fshehta.

Shoqëritë tashmë kanë të drejtën (Ligji i 2.07.1998) që të blenë aksionet e veta për qëllime drejtimi ekonomik dhe financiar të fondeve të veta, në kufirin prej 10% të kapitalit të tyre. Titujt e blerë me qëllim që të mundësohet rregullimi i kursit të bursës, ose dhënia e tyre punonjësve kontabilizohen në "aksione të vetat" me çmimin e blerjes (në rastet e tyre, konkretisht në kuadrin e një programi riblerjeje pa ndonjë qëllim të caktuar, titujt regjistrohen si tituj të ngurtësuar në llogarinë "aksione të vetat ose pjesërisht të vetat").

#### *Normat IAS/IFRS: Aktivet financiare të transaksioneve*

**1) Referenca:** IAS 39. Instrumentet financiare. Kontabilizimi dhe vlerësimi.

*VLI sipas IAS 39 quhen aktive financiare transaksionesh (shih pikën për normat IAS/FRS: aktivet financiare f. 50).*

*Këta tituj vlerësohen në vlerën korrekte, që i përgjigjet vlerës së tregut për titujt e kuotuar. Për titujt e pakuotuar, mbahet vlera e aktualizuar e fluksëve të kapitalit të disponueshëm të ardhshëm.*

### 1.2.4. MJETET E DISPONUESHME

Mjetet e disponueshme janë vlerat që për shkak të natyrës së tyre mund të konvertohen menjëherë në të holla për madhësinë e tyre fillestare: arka, llogari kursimi, CCP, bono të rimbursueshme në çdo kohë.

### 1.3. KONTOT E RREGULLIMIT AKTIV

Parimi i pavarësisë së ushtrimeve kërkon që për një ushtrim të caktuar të bashkangjiten vetëm barrët dhe prodhimet që lidhen me të. Llogaritë e rregullimit përdoren për këtë qëllim: të ndahen barrët e prodhimet në kohë, në mënyrë që të lidhen me ushtrimin të cilit i përgjigjen vërtet.

Ato përfshijnë:

- **barrët e konstatuara paraprakisht** janë barrët që janë konstatuar vërtet për ushtrimin, por paraqitja ose dhënia e tyre do të ndodhë më vonë. Të tilla janë, për shembull, faturat e furnizuesve lidhur me blerjet që ende nuk janë livruar, furnizime që ende nuk janë ekzekutuar, qira, prime të sigurimeve, interesa për ushtrimet në të ardhmen.

- **barrët që do të ndahen për shumë ushtrime** u përgjigjen barrëve të ndryshme dhe shpenzimeve që prekin shumë ushtrime, të tilla si shpenzimet e

dhënies së huasë, shpenzimet e blerjes së një kapitali të ngurtësuar, barrët për t'i ndarë në shumë ushtrime.

- **primet e rimbursimit të obligacioneve:** kur vlera e rimbursimit të obligacioneve është më e madhe sesa çmimi i emetimit të tyre, diferenca përbën një prim rimbursimi që hyn në aktivin e bilancit dhe amortizohet në kohëzgjatjen e huasë.

#### 1.4. DIFERENCAT E KONVERTIMIT

Diferencat e konvertimit të aktiveve regjistrojnë humbjen e fshehtë të këmbimit, të lidhur me mënyrën e kontabilizimit të kreditimeve dhe të borxheve në valutë. Në mbylljen e bilancit kreditimet dhe borxhet regjistrohen mbi bazën e kursit të mbylljes. Një diferencë, fitim (zhvlerësim i borxheve, vlerësim i kreditimeve) ose një humbje e fshehtë (vlerësim i borxheve, zhvlerësim i kreditimeve) mund të dalë në raport me madhësinë e kontabilizuar në origjinë.

Zakonisht diferencës së konvertimit të aktivit i përgjigjet një rezervë për rrezikun e këmbimeve.

Llogaritë e rregullimit dhe diferencat e konvertimit në parim duhet të jenë me madhësi modeste. Në rast të kundërt, është e detyrueshme një analizë e hollësishme.

## 2. PASIVI I BILANCIT

Pasivi përmbledh tërësinë e burimeve të disponueshme nga ndërmarrja për të kryer veprimtarinë e vet. Pikat e pasivit, të klasifikuara sipas prejar-dhjes së fondeve zërthehen në:

PASIVI
Kapitale të vetat
Rezerva për rreziqe dhe barrë
Borxhe
Llogari të rregullimit pasiv

#### ***Normat IAS/IFRS: Dallimi ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve***

**1) Referenca:** IAS 32 Instrumentet financiare: informacioni për t'u dhënë dhe paraqitja

IAS 39 Instrumentet financiare: kontabilizimi dhe vlerësimi

#### **2) Përkufizimi:**

*Nuk ka ndonjë normë të posaçme IAS për kapitalet e veta. Në kuadrin konceptual, kapitalet e veta përkufizohen si interesi mbetës në aktivet e ndërmarrjes pas zbritjes së gjithë pasiveve të saj.*

*Madhësia e kapitaleve të veta varet prej përkufizimit të aktiveve e të pasiveve dhe prej vlerësimit të tyre.*

*Kuadri konceptual propozon që të ndahen kapitalet e veta duke dalluar:*

- fondet e sjella prej aksionerëve;
- rezultatet e shpërndara;
- rezervat që përfaqësojnë regjistrimin e rezultateve të pashpërndara;
- rezervat përfaqësuese të rregullimeve të caktuara për mbajtjen e kapitalit.

*Si normë e IFRS, titujt e vetëkontrollit nxirren shprehurazi nga kapitalele të veta.*

*Sipas normave franceze bëhet ky klasifikim:*

- . në borxhe: instrumentet e rimbursueshme;*
- . në kapitale të vetat: titujt e parimbursueshëm dhe që nuk bëjnë të detyrueshëm shpërblimin në rast mungese të rezultatit ose të pamjaftueshmërisë së tij;*
- . në fonde të tjera të vetat: instrumentet e parimbursueshme por që sjellin një shpërblim të detyrueshëm pavarësisht prej rezultatit*

*Normat e IFRS nuk pranojnë tjetër veç kapitaleve të veta dhe borxhet. Ndryshe nga rregullat franceze, meqë aty nuk ka ndonjë kategori të ndërmjetme, titujt financiarë që përfaqësojnë njëkohësisht një përbërës të kapitaleve të vetat dhe një përbërës borxhi duhet të zbërthehen në 2 elementë të dalluar. Klasifikimi në fonde të vetat ose në borxhe bëhet në funksion të thelbit të kontratës dhe jo të formës së saj juridike. Në parimet franceze forma juridike është më vendimtare.*

*Kështu borxhet e përhershme që vlerësohen si të parimbursueshme në parimet franceze më shpesh klasifikohen si fonde të tjera të vetat, ndërsa duke u quajtur si të rimbursueshme në IFRS, klasifikohen në borxhe sipas kësaj norme.*

*Ky veprim zbatohet për tërësinë e titujve hibridë.*

## 2.1. KAPITALET E VETA

Kapitalele të veta, burime të ndërmarrjes, përbëhen nga:

KAPITALE TË VETAT
kapital i shoqërisë prime të emetimit, shkrirjes, derdhjes diferenca e rivlerësimit rezerva (ligjore, statutore, kontratore, rregullatore, rezerva të tjera) rihedhje rezultat i ushtrimit subvencione investimi rezerva rregullatore.

### 2.1.1. KAPITALI I SHOQËRISË

Kapitali i shoqërisë përfaqëson derdhjen e fondeve të bërë nga partnerët gjatë ngritjes së shoqërisë. Kapitali mund të shtohet me derdhje të reja, me përfshirjen e rezervave ose të përfitimeve të pashpërndara. Ai mund të pakësohet nëpërmjet tërheqjes së derdhjeve ose duke përthithur humbjet.

### 2.1.2. PRIME TË EMETIMIT, SHKRIRJES, DERTHJES

Kur bëhet një shtim i kapitalit, çmimi i nxjerrjes së aksioneve të reja përgjithësisht është më i lartë sesa vlera nominale e titujve. Diferenca përbën primin e emetimit.

### 2.1.3. DIFERENCA E RIVLERËSIMIT

Diferenca e rivlerësimit i përgjigjet diferencës ndërmjet vlerës neto të kapitaleve të ngurtësuara para dhe pas rivlerësimit. Meqë diferenca e nxjerrë nuk është një element i rezultatit, nuk regjistrohet në llogarinë e rezultatit, por te pasivi në "diferenca të rivlerësimit". Kapitalele të ngurtësuara të rivlerësuara përfshihen te vlera e rivlerësuar e aktivitetit.



**Gjendja neto** është një nocion kontabël më i ngushtë sesa i kapitaleve të veta. Ajo njehsohet sipas regjistrimit të rezultatit dhe është e barabartë me kapitalet e veta duke zbritur subvencionet e investimit dhe rezervat rregullatore. Këto dy rubrika të fundit përjashtohen për shkak të tatimeve të fshehta që mbulojnë.

GJENDJA NETO
KAPITALE TË VETAT
- Subvencione investimi
- Rezerva rregullatore

GJENDJA NETO
KAPITALE TË SHOQËRISË
+ Prime (emetime/shkrirje/derdhje)
+ Diferenca e rivlerësimit
+ Rezerva (ligjore, statutore, kontratore, rregullatore)
+ Rihedhje

#### 2.1.4. RIHEDHJE

Hedhja përsëri përfaqëson rezultatin ose një pjesë të rezultatit të peregjistruar. Meqë është deficitare, hedhja përsëri u përgjigjet humbjeve të mëparshme, të cilat nuk janë regjistruar te elementët e tjerë të kapitaleve të veta (rezervat, zvogëlimi i kapitalit të shoqërisë).

#### 2.1.5. REZULTATI NETO I USHTRIMIT

Rezultati neto i ushtrimit mat shtimin e pasurimit të ndërmarrjes. Ai figuron te kapitalet e veta, por vetëm pjesa që nuk do të shpërndalet mund të quhet si burim afatgjatë; pjesa që shpërndalet duhet të regjistrohet në borxh afatshkurtër.

#### 2.1.6. REZERVAT

Rezervat janë përfitime të pashpërndara, që regjistrohen me afat të gjatë në ndërmarrje.

- **Rezerva e detyrueshme** duhet të dotohet çdo vit me nga 5 % të rezultatit neto. Dotacioni pushon së qeni i detyrueshëm që kur arrin në 10 % të kapitalit të shoqërisë.

- **Rezervat rregullatore** janë rezerva të rregulluara nga ana fiskale, e tillë është rezerva e posaçme e mbivlerës për afat të gjatë, që nxirret kur cedohen elementë të aktiveve të ngurtësuara.

#### 2.1.7. SUBVENCIONE INVESTIMI

Dallohen 3 kategori subvencionesh:

- **Subvencione shfrytëzimi** që mundësojnë të kompensohet pamjaftueshmëria e çmimeve të shitjes ose të përballohen disa barrë shfrytëzimi.

- **Subvencione ekuilibri** që përfshijnë gjithë ose një pjesë të humbjes globale, e cila do të konstatohet prej ndërmarrjes nëse ky subvencion nuk i është dhënë.

Subvencionet e shfrytëzimit, si dhe subvencionet e ekuilibrit, regjistrohen menjëherë në produkte në llogari të rezultatit.

- **Subvencionet e investimit** (ose të pajisjes) janë derdhje fondesh, me titull përfundimtar (nga shteti, kolektivat vendore...), që u sjellin përfitime ndërmarrjeve, të cilat synojnë të marrin ose të krijojnë vlera të ngurtësuara apo të financojnë veprimtari afatgjata.

Ndërmarrja ka të drejtën ta kontabilizojë menjëherë në produkte të jashtëzakonshme ose në kapitale të vetat, me mundësinë që ta ndajë në shumë vite.

### 2.1.8. REZERVA RREGULLATORE

Rezervat rregullatore trajtohen me rezervat e pikës 2.2.3.

**Interesat pakica**, që figurojnë në kapitale të vetat, përfaqësojnë pjesën e kapitalit të filialeve që nuk mbahen nga shoqëria amë.

#### *Normat IAS/IFRS: Pasivet financiare*

**1) Referenca: IAS 32 Instrumentet financiare:**  
informacioni për t'u dhënë dhe paraqitja

**IAS 39 Instrumentet financiare:**  
kontabilizimi dhe vlerësimi  
**IAS 23 Kostot e huasë**

#### **2) Përkufizimi:**

Shih pikën për normat IAS/IFRS: dallimi ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve në f. 54.

#### **3) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe normave të IFRS**

##### **a) Kategoritë e pasiveve financiare**

Norma IAS 39 njeh 2 kategori të pasiveve financiare:

. pasive financiare të mbajtura për qëllime transaksioni: rubrikë që është ndërtuar me qëllim për të grupuar borxhet e lidhura me shitjen e aktiveve financiare ose të valutave, që nuk janë instrumente të mbulimit.

. pasive të tjera financiare: rubrikë për pasivet financiare që nuk mbahen për qëllime transaksioni.

Parimet franceze nuk e bëjnë në këtë dallim.

##### **b) Vlerësimi**

Në IFRS pasivet financiare regjistrohen në hyrjen në bilanc me vlerën korrekte të kundërpartisë së marrë. Për borxhet afatshkurtra, ato më shpesh i përgjigjen sasisë së faturës. Përkundrazi, për borxhet që janë ose nuk janë afatshkurtra, varësisht nëse janë jo të kontratuara me kushte pak a shumë përfituese të tregut, ndërmarrja mund të ndodhë të konstatojë në rezultat një fitim ose një humbje gjatë kontabilizimit fillestar.

Sipas parimeve franceze, borxhet kontabilizohen në vlerën e tyre nominale. Ky dallim nga normat IFRS nuk është me rëndësi për borxhet afatshkurtra.

##### **c) Interesat e huave**

Në parimet franceze madhësia e interesave të kontabilizuar për çdo ushtrim u përgjigjet zakonisht interesave që janë marrë nga prodhimi i kapitalit mbetës, i cili vjen nga norma e interesit kontrator.

Në IFRS barra e interesit përcaktohet sipas metodës së normës së interesit efektiv. Metoda aktuariale e përdorur për të përcaktuar barrën e interesit i merr diferencat në dy nivele:

. nga njëra anë, ndërmjet vlerës së pagesave të ardhme të aktualizuara në normën e tregut dhe vlerës nominale të huave, të cilat atëherë duhet të kontabilizohen te barrët;

. nga ana tjetër, ndërmjet interesave të njehsuara me normën e tregut dhe atyre të njehsuara me normën nominale, për t'i kontabilizuar për kohëzgjatjen e huasë.

##### **d) Shpenzimet e dhënies së huasë**

Në IFRS shpenzimet e dhënies së huasë detyrimisht amortizohen për kohëzgjatjen e huasë.

Sipas normave franceze, ndarja për kohëzgjatjen e huasë parapëlqehet, por është i mundshëm kontabilizimi i menjëhershëm në barrë.



## 2.2. REZERVAT

Për ushtrimet e hapura pas 1 janarit 2002 zbatohen rregulla të reja në fushën e rezervave. Regjimi francez i rezervave është forcuar dhe tashmë u afrohet normave të IFRS (IAS 37). Kështu, tashti nuk është më e mundshme të konstatohen rezerva të natyrës së përgjithshme në emër të parimit të përkujdesit. Rezerva duhet t'i përgjigjet një pasivi, domethënë një detyrimi kundrejt të tjerëve me natyrë të përpiktë, por të pasigurtë lidhur me realizimin, që duhet të sjellë me vete një dalje likuiditetesh pa ndonjë kundërparti ekuivalente dhe që ngjarjet e ndodhura ose që janë duke ndodhur e bëjnë të parashikueshme në datën e mbylljes së llogarive.

Të konstatohen një rezervë do të thotë t'i dalësh përpara një barre (me përjashtim të rezervave rregullore): dotacioni për rezervat i shton barrët e ushtrimit ku kontabilizohet duke prekur rezultatin. Kur të kontabilizohen efektivisht barrët reale përgjegjëse, barra kontable do të asnjësohet nga tërheqja e rezervës, në mënyrë që rezultati të mos preket.

Dallohen 3 kategori rezervash: rezervat për zhvlerësim, rezervat për rreziqet e barrët dhe rezervat rregullore.

### 2.2.1. REZERVAT PËR ZHVLERËSIM

Do të kujtojmë, se parimi i sinqeritetit të llogarive kërkon që zhvlerësimet e vlerave të elementëve aktivë të konstatohen menjëherë, dhe se parimi i përkujdesit e ndalon kontabilizimin e mbivlerave të fshehta, e së fundi, që kompensimi i mbivlerave dhe të nënvlerave të fshehta nuk lejohet.

Rezervat për zhvlerësim janë konstatimi kontabël i pakësimit të vlerës së një elementi të aktivitetit, efektet e të cilit nuk gjykohen si të pakthyeshme (përndryshe zhvlerësimi duhet të konstatohet në formën e humbjeve ose të amortizimeve). Zhvlerësimi duhet të përcaktohet pastër dhe të individualizohet, kurse origjina e tij të gjendet gjatë ushtrimit, në rjedhën e të cilit është krijuar.

Rezervat për zhvlerësimin do të krijohen për të regjistruar nënvlerat e mundshme mbi kapitalet e ngurtësuar të paamortizueshme, titujt, stoqet dhe kreditimet.

Nga ana kontable, llogaria e rezervave kreditohet nëpërmjet debitit të kontos "dotacione për amortizimet dhe për rezervat" (sipas rastit në barrë shfrytëzimi, barrë financiare ose barrë të jashtëzakonshme).

### 2.2.2. REZERVAT PËR RREZIQET DHE BARRËT

Tashmë CNC e përcakton një rezervë për rrezik e barrë në dy herë:

- rezerva është një pasiv, madhësia ose afatpagesa e të cilit nuk janë të fiksuara në mënyrë të përpiktë;

- pasivi është një element i trashëgimisë me vlerë ekonomike negative për entin, domethënë një detyrim i entit kundrejt të tretëve, që ka mundësi ose është e sigurtë se do të sjellë një dalje të burimeve në dobi të të tretëve, pa kundërparti të barasvlershme që të pritej prej tij.

Fusha e rezervave për rreziqe e barrë përcaktohet nëpërmjet konceptit të detyrimit të ndërmarrjes kundrejt të tretëve. Ndërmarrja nuk duhet të ketë ndonjë alternativë realiste, që t'i mundësojë të shpëtojë prej detyrimit.

Parashikohen dy tipa detyrimesh:

- detyrimet juridike: detyrime të rendit ligjor, rregullator ose kontrator,

- detyrimet e nënkuptueshme të prejardhura nga praktikat e kaluara të ndërmarrjes, nga politika e saj e shpallur ose nga kontributet publike.

Për shkak të këtyre kontributeve, ndërmarrja pranon disa përgjegjësi, që e lidhin financiarisht dhe përftojnë pasive. Kontributet e ndërmarrjes bëjnë të lindë një shpresë e ligjshme të të tretët. Të tretët, kundrejt të cilëve ndërmarrja ka një detyrim, mund të jenë cilido person fizik ose moral, ose dhe një kolektiv.

Ngjarja e mëparshme ose fakti përfutës i detyrimit duhet të jetë përpara njohjes së pasivit. Që të kontabilizohet, detyrimi prandaj duhet të ekzistojë në datën e mbylljes. Prej këtij fakti, tashmë në kundërshtim me normat franceze



të mëparshme, të cilat e pranonin mundësinë në mbylljen e llogarive, dalin shumë të zvogëluara mundësitë për të futur në rezerva ngjarjet pas mbylljes.

Rezerva kontabilizohet në datën e mbylljes së llogarive, nëse realizimi i detyrimit është i mundshëm dhe sjell një dalje burimesh në dobi të të tretëve pa kundërparti në ekuivalentin e tij.

Vlerësimi i detyrimit duhet të jetë i besueshëm. Vlerësimi më i mirë është madhësia, të cilën në mënyrë të arsyeshme ndërmarrja duhet ta përballojë për ta shuar detyrimin në datën e mbylljes së llogarive ose për t'ua transferuar të tretëve.

Këto rezerva përfshijnë konkretisht:

- . rezerva për rreziqe (rezerva për paditë, rezerva për garanci të dhëna klientëve, rezerva për humbje në tregje me afat, rezerva për humbje këmbimi, rezerva për humbje nga kontratat, rezerva të tjera për rreziqe).

- . rezerva për pensione dhe detyrime të ngjashme me to.

- . rezerva për ristrukturim.

- . rezerva për tatime.

- . rezerva për barrë që ndahen në shumë ushtrime (rezerva për riparime të mëdha).

- . rezerva të tjera për barrë.

Rezervat për pensione dhe detyrime të ngjashme lidhen me barrët e lindura nga detyrimet ligjore ose kontratore, të cilat i japin personelit të drejta për të dalë në pension: shpërblime në fund të karrierës, regjime para pensionit, regjime të posaçme pensioni, regjime plotësuese, përfitime në fushën e kujdesit mjekësor, sigurime të jetës dhe sigurime të dhëna në raste sipas kontratave të punës dhe marrëveshjeve kolektive.

Dallohen dy tipa regjimesh për pensionim:

- . **regjimet me kuota të caktuara:** punëdhënësi zotohet të derdhë kuota të rregullta te një organizëm, kuota të cilat duke u shtuar të ardhurat nga investimi i tyre, u jepen punonjësve të dalë në pension. Në këtë rast ndërmarrja nuk merr përsipër gjë tjetër, veçse sasinë e kuotave. Ato kontabilizohen në barrë.

- . **regjimet me kontribute të përcaktuara:** punëdhënësi merr zotimin për sasinë ose garanton nivelin e ndihmave në formën e pensionit ose të shpërblimit të atij që del në pension në funksion më shpesh të pagës dhe të moshës së punonjësit. Rreziku aktuarial dhe rreziku i investimit i rëndojnë ndërmarrjes.

Vetëm regjimet me kontribute të përcaktuara përbëjnë objekt për një informacion të veçantë në llogaritë vjetore. Për regjimet me kuota të përcaktuara, kuotat kontabilizohen në barrë për secilin ushtrim. Një regjim me kontribute të përcaktuara sjell regjistrimin e një borxhi, që i përgjigjet vlerës aktuariale në datën e mbylljes së ushtrimit për tërësinë e pensioneve që duhen derdhur.

Kodi Tregtar e bën të detyrueshëm vlerësimin e kontributeve për pensionet. Ai lejon (por nuk e detyron) që të futet në rezervë një pjesë ose gjithë kontributet për pensione. Nëse nuk kontabilizohet, atëherë duhet të tregohet në shtojcë. CNC parapëlqen që të futet rezervë tërësia e kontributeve për pensionet. Fondet për pensionet duhet të rishikohen çdo vit (norma e aktualizimit, modifikimi i regjimeve të pensioneve, luhatjet e efektivit).

**Rezerva për ristrukturim** mbulon kostot e një programi ristrukturimi (pushimet nga puna, mbylljen e vendit të punës...). Këto kosto përbëjnë një pasiv, nëse vijnë prej një detyrimi të entit përballë të tretëve ose nga personeli i vet, duke pasur në origjinë vendimin e marrë nga organi kompetent përpara datës së mbylljes, të materializuar në njoftimin për këtë vendim të tretëve dhe anëtarëve të personelit.

### *Normat IAS/IFRS: Rezervat për rreziqe dhe barrë*

*1) Referenca: IAS 37 Rezervat, pasivet e rastit dhe aktivet e rastit.*

#### *2) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe normave të IFRS:*

*Sipas rregullave të CRC 2000-06 lidhur me pasivet është përgatitur Plani Kontabël i Përgjithshëm lidhur me pasivet dhe me rezervat për rreziqe e barrë. Parimet franceze lidhur me pasivet janë tashmë të afërta me IAS 37.*

*Duhet vënë në dukje disa mospërputhje, e konkretisht rezervat për riparimet e mëdha dhe aktualizimin.*

*Në IFRS krijimi i rezervave për riparimet e mëdha është i ndaluar, sepse nuk ka ndonjë detyrim për ndërmarrjen që të kryejë riparimet e mëdha. Parimet franceze vazhdojnë ta japin këtë mundësi.*

*IFRS e bëjnë të detyrueshëm aktualizimin e rezervave për rreziqe e barrë. Kur rezultati është i madh, ndikimi kontabilizohet në barrë financiare. Në të vërtetë, sa më shumë shpenzimet e pritura nga ndërmarrja për të shuar detyrimin e vet të jenë të largëta, aq më pak ato "peshojnë". Normat e aktualizimit që duhen mbajtur janë normat para tatimit, që pasqyrojnë vlerësimet aktuale nga tregu dhe rreziqet e veçanta për këtë pasiv.*

### **2.2.3. REZERVAT RREGULLATORE**

Kjo kategori rezervash nuk i përgjigjet objektit normal të rezervave dhe në të vërtetë përfaqëson ndihma fiskale. Ato janë krijuar nën regjimin e liriimit prej tatimeve dhe i mundësonin ndërmarrjes të përfitonte nga tatimet e diferencuara në masën që tatimi do të mbahej vetëm deri në riintegrimin e tyre.

Rezervat rregullatore përfshihen në pasivin e bilancit.

Dy kryesoret janë:

- **rezerva për investim** është një përfitim fiskal, që jepet në kuadrin e pjesëmarrjes së punonjësve në rezultatet e ndërmarrjes. Madhësia e dotacionit është në përpjesëtim me rezervën e veçantë për po atë ushtrim. Si rregull është jo e disponueshme gjatë 5 vjetëve.

- **rezerva për ngritjen e çmimit** mundëson që përkohësisht të zbritet tatimi i kostos për rikrijimin e stokeve të lëndëve të para, të produkteve të furnizimit, kur vërehet një ngritje e çmimit më lart se 10 %. Tatimi do të mbahet për riintegrimin e rezervës në produktet, që do të ndërhyjë kur të mbarojë viti i gjashtë i mbylljes së ushtrimit.

### **2.3. FONDET E TJERA TË VETAT (OSE KAPITALET POTHUAJ TË VETAT)**

Rubrika "Fonde të tjera të vetat" është futur më 1983 për të regjistruar madhësinë e nxjerrjes së titujve pjesëmarrës dhe paradhëniet e kushtëzuara (avanca të shtetit për ndërmarrjet e sektorit publik).

Përmbajtja e rubrikës nuk është kufizuese, prandaj aty klasifikohen instrumentet financiare, që nuk përmbledhin gjithë karakteristikat e kapitaleve të vetat, domethënë:

- shpërblimet e lidhura me rezultatet
- pa detyrime rimbursimi
- rimbursim në shkallën e fundit në rast likuidimi.

Sipas pikëpamjes së Urdhrit të Specialistëve kontabël, një instrument financiar klasifikohet në fondet e tjera të vetat atëherë kur pikat e kontratës dhe kushtet ekonomike paraqesin njëkohësisht kushtet e mëposhtme: instrumenti nuk është i rimbursueshëm ose rimbursimi i tij është nën kontrollin vetëm të emetuesit, ose dhe kur bëhet nëpërmjet emetimit dhe atribuimit të



një instrumenti tjetër të fondeve të veta (kapitale të vetat ose fonde pothuaj të vetat); shpërblimi nuk është i detyrueshëm dhe për pasojë nuk duhet të kontabilizohet në pasivin e bilancit.

Kështu do të gjenden në fondet e tjera të vetat instrumentet financiare të mëposhtme, që do të trajtohen më hollësisht në kreun 7.

- Bonot e nënshkrimit të aksioneve dhe Obligacionet e rimbursueshme në aksione (tituj të rimbursuar në aksione).

- vërtetimet e investimit (të përthithshme të aksionet pa të drejtë vote).

- titujt pjesëmarrës (të rimbursueshëm vetëm në rast likuidimi).

- Titujt e varur me afat të pacaktuar (TSDI) (kontrata nuk parashikon rimbursimin; duhet shënuar se TSDI të rikushtëzuar për të cilët parashikohet përgjithësisht një rimbursim përtej 15 vjetëve klasifikohen në borxhe).

- llogaritë rrjedhëse të partnerëve të bllokuar.

## 2.4. BORXHET

Në këtë rubrikë regjistrohen gjithë borxhet e ndërmarrjes, cilatdo qofshin afatpagesat e tyre. Informacioni për zërrthimin ndërmjet pjesës më shumë dhe më pak se një vit merret në fund të bilancit dhe në shtojcë.

Ashtu si për kreditimet, sistemi i zhvilluar dallon operacionet të lidhura drejtpërdrejt me shfrytëzimin nga ato jashtë shfrytëzimit.

Rubrika "borxhe" e sistemit të zhvilluar ndahet në katër kategori të mëdha:

- borxhe financiare

- paradhënie dhe parapagime të marra nga urdhrat në proces

- borxhet e shfrytëzimit

- borxhe të ndryshme.

### 2.4.1. BORXHET FINANCIARE

Borxhet financiare përfshijnë kryesisht huatë në obligacione dhe huatë pas krijimit të kredisë.

- huatë në obligacione figurojnë në pasiv për madhësinë totale që ende e ka borxh ndërmarrja. Në rast primi të rimbursimit, ky përfshihet në kundërpasiv të aktivitetit të bilancit.

- huatë pas krijimit të kredisë përmbledhin tërësinë e shumave me karakter financiar, që ndërmarrja u detyrohet atyre institucioneve, cilatdo qofshin afatpagesat e tyre: hua të enteve të specializuara, ndihma bankare rrjedhëse, saldo kreditore të bankave.

### 2.4.2. PARADHËNIE DHE PARAPAGIME TË MARRA NGA POROSITË NË PROCES

Këto janë shuma të derdhura prej klientëve si titull paradhënie ose si parapagim.

### 2.4.3. BORXHET E SHFRYTËZIMIT

Borxhet e shfrytëzimit grupojnë borxhet e furnizuesve dhe llogaritë bashkangjitur, si dhe borxhet fiskale e të shoqërisë të shfrytëzimit, të tilla si: shumat që u duhen dhënë personelit, organizmave të shoqërisë, Sigurimeve Shoqërore, TVA që duhet paguar, taksa profesionale, taksa e nxënies...

### 2.4.4. BORXHE TË NDRYSHME

Borxhet e ndryshme ose borxhet jashtë shfrytëzimit përmbledhin borxhet për kapitalin e ngurtësuar, domethënë që u detyrohen furnizuesve të kapitalit të ngurtësuar dhe që nuk duhet të përfshihen te furnizuesit, si dhe borxhe të tjera, si: tatimet për përfitimet, llogaritë rrjedhëse, dividendat që duhen paguar, pjesëmarrja e punonjësve...



**Normat IAS/IFRS: Përfitimet e personelit:  
Kontribute për pensionet**

**1) Referenca:** IAS 19 Përfitimet e personelit dhe përfitimet të ngjashme  
IAS 26 Kontabiliteti dhe raportet financiare të regjimeve të pensionimit

Dy tipat e regjimeve të pensionimit: regjimet me kuota të përcaktuara dhe regjimet me kontribute të përcaktuara janë paraqitur në f. 58-59.

**2) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe normave të IFRS:**

Në mënyrë të përgjithshme, norma IAS 19 është më e përpiktë dhe më shtrënguese sesa praktika e sotme franceze. Ajo i përcakton me përpikëri të madhe përfitimet e personelit (gjithë format e kundërpartisë së dhënë prej një ndërmarrjeje si titull të shërbimeve të bëra nga personeli i saj), duke përfshirë gjithë ndihmat e mëpasme pas punësimit (sigurimi i jetës, mbulimi i sëmundjeve, ndihma mjekësore, banesa, makina... ). Normat franceze parashikojnë kontabilizimin e gjithë ndihmave të dhëna personelit. Praktika mbizotëruese e ndërmarrjeve franceze është që të mbahen vetëm përfitimet e pensionit.

Kjo pikë ka rëndësi. Duke nisur nga studimi i raporteve vjetore të vitit 2002 shoqëritë e CAC 40, është vënë re nga ana e AMF se “problematika e kontributeve për pensionet është njëra ndër ato, që ka më shumë gjasa të ketë ndikimet më të mëdha mbi llogaritë e shoqërive franceze, me kalimin te normat IFRS”. Preken sidomos regjimet me kontribute të përcaktuara. Rezervimi i kontributeve të ardhme nuk është i detyrueshëm, por rekomandohet me forcë. Në të vërtetë, 2 shoqëri CAC nuk vënë rezervë tërësinë e kontributeve të tyre, 10 grupe nuk japin asnjë lloj informacioni lidhur me metodën e vlerësimit që ndjekin, 14 nuk japin asnjë informacion për normën e aktualizimit që mbajnë.

**2.4.5. LLOGARITË E RREGULLIMIT PASIV**

Llogaritë e rregullimit pasiv regjistrojnë produktet e konstatuara ose të kontabilizuara që më parë, domethënë përpara se të jenë kryer ose të jenë furnizuar ndihmat ose furnizimet që do t'i përlligjin.

**Normat IAS/IFRS: Tatimet e shtyra**

**1) Referenca:** IAS 12 Tatimet e shtyra

**2) Përkufizimi:**

Tatimet e shtyra aktive e pasive vijnë nga diferencat ndërmjet vlerave fiskale dhe vlerave kontable: disa produkte e disa barrë mbahen në ushtrim të ndryshme për të përcaktuar rezultatin kontabël dhe rezultatin fiskal.

Në disa raste, mospërputhja është përfundimtare: disa produkte ose disa barrë asnjëherë nuk mbahen në rezultatin e njehsimit të rezultatit të tatueshëm (për shembull: taksa për makinat e turizmit, disa dënime dhe gjoba fiskale... ).

Në raste të tjera, mospërputhja është e përkohshme dhe vjen prej diferencave ndërmjet rregullave kontable dhe rregullave fiskale: një barrë e konstatuar nga ana kontable gjatë një ushtrimi zbritet nga ana fiskale vetëm gjatë një ushtrimi të mëtejshëm (për shembull: pjesëmarrja e

*punonjësve, rezervat për raste ngritje çmimesh...).* Këto situata kanë si pasojë që të kalohet pagesa e tatimit për një datë të mëvonshme (gjendje fiskale e shtyrë pasive), ose i dilet përpara pagimit të tatimit kundrejt përfitimit kontabël (gjendja fiskale e shtyrë aktive).

### **3) Kontabilizimi:**

*Tatimet e shtyra pasive duhet të kontabilizohen, sepse është fjala për një borxh të ardhshëm tatimi.*

*Duke u nisur nga parimi i përkujdesit, tatimet e shtyra aktive, përkundrazi, nuk merren parasysh veç në rast se rikuperimi i tyre nuk varet prej rezultateve të ardhme, ose kur rikuperimi i tyre është i mundshëm për shkak të pranisë së një përfitimi të tatueshëm, që pritet gjatë periudhës së vlefshmërisë.*

### **4) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe normave IFRS:**

*Në Francë llogaritë e shoqërisë mbajnë metodën e tatimit të kërkueshëm. Për llogaritë e konsoliduara, konstatimi i tatimeve të shtyra aktive ose pasive është i detyrueshëm. Dallimet ndërmjet IAS 12 dhe llogarive të konsoliduara janë fare të vogla në normat franceze.*

## **Normat IAS/IFRS: Operacionet në monedha të huaja**

**1) Referenca:** IAS 12 Pasojat e luhatjeve të kursit në valuta të huaja

### **2) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe normave IFRS:**

*Do të përmendim që në parimet franceze për të përcaktuar llogaritë e shoqërisë, diferencat që dalin nga konvertimi i kreditimeve dhe borxheve në valuta të huaja duhet të përfshihen në llogaritë e rregullimit aktiv dhe pasiv.*

*Humbjet nga këmbimet e fshehta duhet të sjellin një rezervë për rrezikun e konstatuar në rezultat. Përkundrazi, përfitimet e këmbimeve nuk merren parasysh në përcaktimin e rezultatit.*

*Për të vendosur llogaritë e shoqërisë ndërmarrjet mund të mbajnë të njëjtën metodë, ose në rezultatit e konsoliduar të përfshijnë diferencat e konvertimit, humbjet dhe fitimet nga këmbimet e fshehta. Ky trajtim parapëlqehet.*

*Në IFRS kontabilizimi të rezultati i konsoliduar i diferencave të këmbimeve të lidhura me konvertimin e kreditimeve dhe të borxheve në deviza është i detyrueshëm, qoftë kur është puna për humbjet, qoftë për fitimet e fshehta.*

## **2.4.6. DIFERENCA E KONVERTIMIT PASIV**

*Diferenca e konvertimit pasiv, simetrike me diferencën e konvertimit aktiv, u përgjigjet fitimeve nga këmbimet e fshehta (zhvlerësimi i një borxhi, vlerësimi i një kreditimi).*





## SEKSIONI III: Bilanci financiar

Formalizmi kontabël, që sundon në përgatitjen e bilancit, është burim i mospërputhjeve ndërmjet përfaqësimit kontabël të ndërmarrjes dhe realitetit të saj ekonomik e financiar. Objektivi i analistit është që të përcaktojë një diagnozë, prandaj ecuria e tij është më pak formaliste sesa e kontablit.

Përpara analizës financiare bëhen ndreqjet: riklasifikimi dhe ritrajtimi i disa zërave janë të domosdoshme për ta përshtatur bilancin “kontabël” me nevojat e analizës. Riklasifikimet janë zbrëthime të disa pikave të bilancit sipas kriterëve të tjera, si likuiditeti ose kërkueshmëria. Ritrajtimet synojnë të ndreqin disa mangësi ose zbrastësi të dokumenteve kontable, në mënyrë që të merret një vlerësim i punëve, i burimeve dhe ndryshimeve që janë më në përputhje me realitetin ekonomik të ndërmarrjes.

Duhet nënvizuar që në fillim, se riklasifikimet dhe ritrajtimet e nevojshme për t’i bërë që të kalohet nga bilanci kontabël te bilanci financiar nuk përbëjnë objekt të asnjë normativizimi. Meqë mungojnë rregulla të prera në këtë fushë, është arritur një farë mirëkuptimi për disa ndreqje që duhen bërë. Kështu, përshtatjet që do të përmendim nuk duhet të merren si rregulla absolute, por si rekomandime të dala prej praktikës. Veç kësaj, lista aspak nuk mëton që të jetë shteruese. Sipas tipit të analizës që bën, të veçantisë së sektorëve të veprimtarive dhe të ndërmarrjeve, analisti do të mbajë qëndrim pragmatik.

Bilanci i ndrequr për qëllime analize cilësohet si bilanc financiar ose bilanc ekonomik.

Ka dy konceptime të mëdha të ekuilibrit financiar të ndërmarrjes:

- **analiza trashëgimore**, e cila është një analizë nga ana e likuiditetit dhe kërkueshmërisë, së cilës i përgjigjet bilanci i likuiditetit,

- **analiza funksionale**, e cila çon te bilanci funksional dhe te një variant: bilanci i “fondeve të përbashkëta”.

### I. ANALIZA TRASHËGIMORE: BILANCI I LIKUIDITETIT

#### 1.1. QASJA LIKUIDITET – KËRKUESHMËRI

Analiza trashëgimore, së cilës i përgjigjet bilanci i likuiditetit – kërkueshmërisë, u përgjigjet nevojave të kredituesve dhe në veçanti bankierëve, që kujdesen të analizojnë aftësinë paguese të ndërmarrjes, domethënë aftësinë e saj për të përballuar investimet e saj afatshkurtra.

Në këtë rast ndërmarrja konceptohet si një tërësi juridike-ekonomike, që zotëron një trashëgimi. Bilanci përbën inventarin e aktivit të të drejtave të pronësisë dhe të kreditimeve të ndërmarrjes, si dhe të pasivit të borxheve të saj.

**Likuiditeti** i një aktivi është vetia e tij për t’u shndërruar me shpejtësi në monedha, pa e humbur vlerën.

**Kërkueshmëria** e një borxhi shpreh vonesën, gjatë së cilës ai nuk është i rimbursueshëm dhe në fakt, koha gjatë së cilës fondet mbeten në dispozicion të ndërmarrjes.

Përfshihet gjithashtu edhe një kriter plotësues për të dalluar pjesën për më tepër se një vit nga pjesa për më pak se një vit. Kështu aktivi i ngurtësuar

përmbledh tërësinë e aktiveve, likuiditeti i të cilave është më tepër se një vit, dhe aktivi qarkullues përmbledh ato që e kanë likuiditetin më pak se një vit. Po ashtu, borxhet ndahen në borxhe afatmesme dhe afatgjata, domethënë ato që e kanë kërkueshmërinë më tepër sesa një vit, dhe në borxhe afatshkurtra, për të cilat kërkueshmëria është më pak sesa një vit.

Riklasifikimi i strukturës nga pikëpamja e bilancit mundëson që të vlerësohet ekuilibri financiar i ndërmarrjes. Aftësia paguese i nënshtrohet sinkronizimit të ritmit të arketimeve të lidhura me shndërrimin e aktiveve në para me nxjerrjet nga arkat në funksion të arritjes së borxheve me afat pagese. Studimi i ekuilibrit financiar me anë të metodës së fondeve të qarkullimit, të cilën do ta shohim më hollësisht në kreun vijues, mbështetet po në këtë parim.

#### BILANCI FINANCIAR

AKTIVI		PASIVI	
<b>Aktivi i ngurtësuar</b>	- punë për më shumë se një vit	<b>Kapitale të vetat</b>	- burime për më shumë se një vit
<b>Aktivi qarkullues</b>	- punë për më pak se një vit	<b>Borxhe afatmesme e afatgjata</b>	- burime për më shumë se një vit
		<b>Borxhe afatshkurtra</b>	- burime për më pak se një vit

J.P. Jobard e ka cilësuar kështu bilancin e likuiditetit: “bilanc afatpagesash, që mbështetet te nocionet e likuiditetit dhe të kërkueshmërisë, si dhe te dallimi ndërmjet elementëve për më shumë ose për më pak se një vit”.

### 1.2. RITRAJTIMET E QASJES TRASHËGIMORE

Ndreqjet kryesore që i duhen bërë bilancit të PKP për të kaluar te bilanci likuiditet janë:

- te aktivi: riklasifikimi i pikave të bilancit sipas kërkueshmërisë së tyre për më pak ose më shumë se një vit, dhe ritrajtimi i “jovlerave”.

- te pasivi: riklasifikimi i pikave sipas likuiditetit të tyre për më shumë ose më pak se një vit dhe ritrajtimi i kapitaleve të veta (konkretisht kundërpatria e aktiveve pa vlerë), si dhe e subvencioneve të investimit, rezervave rregullatore dhe rezervave për rreziqet e barrët, që mbulojnë borxhet për më shumë ose më pak se një vit, në veçanti të borxheve fiskale të fshehta.

Bilanci vjen pas rindarjes; kështu, në rastin kur bilanci do të jetë para rindarjes, është më mirë të ngrihet një hipotezë mbi rindarjen e rezultatit mbi bazën e politikës së shpërndarjes të ndërmarrjes.

#### 1.2.1. RITRAJTIMET AKTIVE

**Aktivi i ngurtësuar neto:** (pas zbritjes së amortizimeve dhe të rezervave)

- shpenzime të ngritjes: këto janë aktive fiktive pa asnjë vlerë shitjeje. Nuk kanë asnjë likuiditet dhe nuk sjellin hyrje të ardhme të fondeve. Meqë likuiditeti është kriteri i klasifikimit të aktivitetit, jovlerat duhet të zhduken, nga aktivi, nga bilanci, dhe të zbriten prej kapitaleve të veta.

- kapitalet e ngurtësuar të patrupëzuara: disa autorë janë që të vështrohet tërësia e kapitaleve të ngurtësuar të patrupëzuara si jovlerë dhe, rrjedhimisht, të hiqen nga kapitalet e veta. Kjo qasje meriton të shihet më nga afër. Nëse analistit shpesh i mungon informacioni konkretisht për shpenzimet e kërkimeve dhe të zhvillimit për të krijuar një mendim, te disa sektorë veprimtarish, aktivitetet e patrupëzuara (si markat e patentat...) mbulojnë një vlerë të madhe. Për këtë pikë të vështirë analisti duhet të jetë pragmatik, aq më tepër që pjesa e kapitaleve të ngurtësuar të patrupëzuara ka prirje të rritet në bilancet.



- kapitalet e ngurtësuarra financiare: pjesa për më pak se një vit riklasifikohet te aktivi qarkullues.

**Aktivi qarkullues:** stoqet në proces, kreditimet, vlerat e luajtshme mbahen për pjesën për më pak se një vit. Nëse te kreditimet për klientë një pjesë është për më shumë se një vit, madhësia do të çohet te aktivi i ngurtësuar.

#### **Llogaritë e rregullimit të aktiveve:**

- barrët e konstatuara që më parë zërthehen në aktiv qarkullues dhe në aktiv të ngurtësuar në funksion të afatpagesës së tyre.

- barrët për t'u rindarë në shumë ushtrime në parim hiqen prej aktivit dhe madhësia e tyre zbritet nga kapitalet e veta.

- diferencat e konvertimit aktiv po ashtu hiqen, duke pasur si kundërparti heqjen e rezervës për humbje nga këmbimi te pasivi.

### **1.2.2. RITRAJTIMET PASIVE**

**Kapitalet e veta dhe të përthithura** përbëhen prej elementëve të mëposhtëm:

- kapitalet e veta prej të cilave zbritet rezultati që është vënë në shpërndarje,

- subvencioni i investimit dhe rezervat rregullatore janë kapitale të vetat, por mbahen vetëm për pjesën neto të tatimit. Tatimi i fshehtë riklasifikohet te borxhet afatshkurtra ose për më shumë se një vit sipas afatpagesës.

- rezervat për rreziqe e barrë: duhen vështruar dy raste, sipas përligjjes ose jo të rezervave. Pjesa e rezervave pa ndonjë objekt real, pas zbritjes së tatimit të fshehtë, përthithet atëherë te rezervat. Rezervat e përligjura zërthehen në borxhe për më shumë ose më pak se një vit sipas afatpagesës së tyre të mundshme.

- diferencat e konvertimit pasiv janë fitime të fshehta, që mbahen për madhësinë e tyre neto të tatimit.

- tërësia e aktiveve fiktive: shpenzimet e ngritjes, kapitalet e ngurtësuarra të patrupëzuara pa vlerë, barrët që duhen ndarë për shumë ushtrime, primet e rimbursimit të obligacioneve vijnë te zbritja e kapitaleve të veta dhe të përthithura.

**Borxhet për më shumë se një vit** përmbledhin tërësinë e borxheve, afatpagesa e të cilave është më shumë se një vit.

Aty po ashtu figuron, pas ritrajtimeve të kryera, pjesa e rezervave për rreziqe e barrë, që mbulon rreziqet reale dhe që do të përdoren për më shumë se një vit, tatimet për përfitimet që duhen paguar mbi subvencionimin e investimit, rezervat rregullatore, rezervat për rreziqe e barrë pa objekt real dhe diferencat e konvertimit pasiv me afatpagesë më shumë se një vit.

**Borxhet për më pak se një vit** përmbledhin tërësinë e borxheve që kanë afatpagesë për më pak se një vit.

Pas ritrajtimeve të kryera, do të gjenden po ashtu përfitimet e dhëna në shpërndarje, pjesa e rezervave për rreziqe e barrë që mbulojnë rreziqet reale, të cilat do të përdoren për më pak se një vit, tatimet mbi përfitimet për t'u paguar për më pak se një vit si titull subvencionesh investimi, rezerva rregullatore, rezerva për rreziqe e barrë pa objekt real, diferenca e konvertimit pasiv.

### **1.3. KUFIJTË E BILANCIT LIKUIDITET**

Qasja trashëgimore synon para së gjithash t'i përgjigjet pyetjes themelore të cilitdo kreditues: në rast se ndërpritet veprimtaria e debitorit, a do të mjaftojë likuidimi i aktiveve të saj për të mbuluar borxhet? Veprimi nënkuptohet i përfshirë në vështrimin likuidues dhe jo të vazhdimësisë së shfrytëzimit. Kjo është një pikë e dobët e madhe, sepse ndërmarrja zakonisht synon të zhvillohet dhe jo të vihet në gjendje likuidimi.



Gjendja e kredituesve në parim gjen shpresa, sepse borxhet afatshkurtra janë më të ulëta sesa aktivet afatshkurtra. Megjithatë, likuiditeti i aktiveve dhe kërkueshmëria e borxheve nuk sinkronizohen detyrimisht në kohë: borxhet mund të jenë të kërkueshme për një afat mjaft të shkurtër, madje menjëherë, ndërsa likuiditeti i aktiveve është mjaft më i largët. Ky tip shkëputjeje ndërmjet nxjerrjeve nga arka dhe arkëtimeve fare lehtë mund ta vërë në rrezik aftësinë paguese të ndërmarrjes.

Për më tepër, nëse kërkueshmëria e borxheve njihet me siguri, likuiditeti i aktiveve është më i pasigurtë: disa elementë të stokut mund të jetë e vështirë, madje edhe të pamundur që të realizohen, ndërsa disa kreditime mund të jenë të pamundura për t'i arkëtuar (klientë "të dyshimtë"). Përkundrazi, disa elementë të aktivitetit të ngurtësuar për më shumë se një vit nganjëherë mund të jetë mjaft e lehtë që të shiten (pasuri e paluajtshme e vënë si duhet, disa pjesëmarrje...). Kriteri i likuiditetit përmban një pjesë arbitrare.

Së fundi, po vëmë në dukje se ndërsa paraqitja e bilancit të PKP 1957 e bënte të lehtë analizën e likuiditetit (klasifikimi i pikave të bilancit sipas kriterëve të likuiditetit dhe të kërkueshmërisë, si dhe dallimi ndërmjet pjesës për më shumë dhe për më pak se një vit), nuk ndodh më kështu me PKP 1982, që ka zbatuar një qasje më funksionale.

<b>SINTEZA E RITRAJTIMEVE DHE E RIKLASIFIKIMEVE KRYESORE</b>	
<b>AKTIVI</b>	
<b>AKTIVI I NGURTËSUAR (+ 1 VIT)</b>	
. KAPITALI I NËNSHKRUAR I PATHIRRUR	Të hiqet, me zvogëlim të kapitaleve të veta
. SHPENZIMET E NGRITJES	Të hiqen, me zvogëlim të kapitaleve të veta
. SHPENZIME PËR KËRKIME E ZHVILLIM	Të analizohen Të hiqen, me zvogëlim të kapitaleve të veta për madhësi që u përgjigjen aktiveve pa vlerë
. KAPITALE TË NGURTËSUARA FINANCIARE	Riklasifikim i funksioneve për - 1 vit dhe afatshkurtra
<b>AKTIV QARKULLUES - 1 VIT</b>	
. STOQE, KLIENTË E LLOGARI TË BASHKANGJITURA	Nëse një pjesë për më shumë se një vit duhet klasifikuar te kapitalet e ngurtësuar
. KAPITALI I NËNSHKRUAR, I THIRRUR, I PADERDHUR	Riklasifikim sipas afatpagesës
. BARRË KONSTANTE TË PARADHËNIES	Të analizohen. Të hiqen me zvogëlim të kapitaleve të veta nëse ka aktive fiktive. Riklasifikim i saldës sipas afatpagesës për + ose - një vit.
. BARRË PËR T'U NDARË NDËR SHUMË USHTRIME	Të hiqen, me zvogëlim të kapitaleve të veta
. PRIME RIMBURSIMI TË OBLIGACIONEVE	Të hiqen, me zvogëlim të kapitaleve të veta
. DIFERENCA NGA KONVERTIMI AKTIV	
<b>PASIVI</b>	
<b>KAPITALE TË VETAT</b>	
. REZULTATI I USHTRIMIT	Rezultat i vënë në shpërndarje për t'u riklasifikuar në borxhe për - 1 vit

. SUBVENCIONI I INVESTIMIT Rikrajtim i tatimit të fshehtë dhe riklasifikim i borxhit fiskal në borxhe për + ose - 1 vit sipas afatpagesës.

- TËRËSIA E AKTIVEVE PA VLERË

- . kapital i nënshkruar i pathirrur
- . shpenzime të ngritjes
- . shpenzime të K e ZH pa vlerë
- . barrë për t'u ndarë për disa ushtrime
- . prime rimbursimi të obligacioneve
- . diferencë nga konvertimi aktiv

+ DIFERENCË E KONVERTIMIT AKTIV OSE REZERVA PËR RREZIQË DHE BARRË pa ndonjë objekt, pas zbritjes së tatimit të fshehtë për riklasifikim në borxhe afatgjata ose borxhe afatshkurtra sipas afatpagesës.

**BORXHE AFATGJATA (+ 1 VIT)**

. REZERVA PËR RREZIQË E BARRË Riklasifikim i pjesës për më pak se një vit të rezervave për humbjet dhe barrët e përligjura

. HUA NË OBLIGACIONE TË KONVERTUESHME Të analizohen dhe të riklasifikohen në kapitale të vetat ose në borxhe.

. HUA TË TJERA NË OBLIGACIONE Të riklasifikohet pjesa për më pak se një vit në borxhe afatshkurtra.

. HUA DHE BORXHE TE INSTITUCIONET E KREDISË Të riklasifikohet pjesa për më pak se një vit afatpagese në borxhe afatshkurtra.

. HUA DHE BORXHE FINANCIARE TË NDRYSHME Të riklasifikohet pjesa për më pak se një vit në borxhe afatshkurtra

+ TATIME TË FSHEHTA ME AFATPAGESË MË SHUMË SE NJË VIT TË SIGURTË

- Subvencion për investim
- Rezerva rregullatore
- Rezerva për rreziqe dhe barrë pa objekt
- Diferenca konvertimi pasiv

+ Produkte të konstatuara që më parë me afatpagesë + një vit.

**BORXHE AFATSHKURTRA (- 1 vit)**

. PARADHËNIE, PARAPAGIME, BORXHE TË FURNIZUESVE DHE LLOGARI BASHKANGJITUR Nëse një pjesë është për më shumë se një vit, të riklasifikohet në borxhe afatgjata

BORXHE FISKALE E TË SHOQËRISË

BORXHE PËR KAPITALET E NGURTËSUARA

. PRODUKTE TË KONSTATUARA QË MË PARË Riklasifikim i pjesës për më shumë se një vit.

+ REZULTATI I USHTRIMIT I VËNË NË SHPËRNDARJE  
+ REZERVA PËR RREZIQË E BARRË PËR MË PAK SE NJË VIT  
+ TATIME TË FSHEHTA ME AFATPAGESË MË PAK SE NJË VIT TË SIGURTË

- . Subvencion investimi
  - . Rezerva rregullatore
  - . Rezerva për rreziqe dhe barrë pa objekt
  - . Diferenca konvertimi pasiv.

## 2. QASJA FUNKSIONALE

Në bilancin funksional theksi vihet te mbështetja në punët dhe burimet sipas pjesëmarrjes së tyre në ciklet kryesore të funksionimit të ndërmarrjes. Po përmendim se këto cikle janë: cikli i investimit, cikli i shfrytëzimit dhe cikli i operacioneve financiare.<sup>1</sup>

Bilanci funksional mundëson të dalin punët dhe burimet korresponduese për secilin nga këto cikle të funksionimit dhe t'u sigurohet një tregues ekuilibri.

- cikli i investimit	→Fondet e Qarkullimit
- cikli i shfrytëzimit	→Nevojat në Fonde të Qarkullimit
- cikli i kapitalit të disponueshëm	→Kapitali i disponueshëm

Këta tre tregues do të shqyrtohen me hollësi në kreun 2. Disa autorë shtojnë një tregues të katërt, duke dalluar Nevojat për Fonde Qarkullimi dhe Nevojat për Fonde Qarkullimi jashtë shfrytëzimit.

Strukturimi horizontal i bilancit mbështetet në destinimin e nënkuptuar të burimeve të qëndrueshme për punë të qëndrueshme, gjë që del në kundërtënie me parimin e përmendur të unitetit të arkës, i cili kërkon tërësinë e burimeve të financës tërësinë e punëve.

Po ashtu, siç e vë në dukje B. Colasse, disa kapitale të disponueshme në proces, që përtërihen rregullisht, dalin në fakt si burime të qëndrueshme.

Gjithashtu disa autorë, si M. Levasseur<sup>2</sup> përkrahin një paraqitje funksionale pa regjistrim (qasja e quajtur “fonde të përbashkëta”).

“Pool” ose fondi i përbashkët i përdorimeve përbëhet prej përdorimeve industriale e tregtare (investimet industriale e tregtare, NFQ të shfrytëzimit) dhe përdorimeve financiare (tituj të pjesëmarrjes, tituj investimesh dhe mjete të disponueshme).

“Pool” i burimeve përbëhet prej fondeve të vetat, qoftë me prejardhje të brendshme, qoftë të jashtme, dhe borxhet.

Qasja me pool fondesh sjell zhdukjen e nocioneve të fondeve të qarkullimit, nevojës së fondeve të qarkullimit jashtë shfrytëzimit dhe të kapitalit të disponueshëm.

Paraqitja me pool fondesh mundëson që të rroket më mirë strategjia ekonomike dhe financiare e ndërmarrjes. Kështu, struktura e përdorimeve: përdorime industriale dhe tregtare kundrejt përdorimeve financiare jep të dhëna për zgjedhjen ndërmjet rritjes së brendshme nëpërmjet zhvillimit industrial e tregtar dhe rritjes së jashtme nëpërmjet investimeve financiare.

“Tabela e kapitalit të zënë në punë” e Qendrës së Bilanceve të bankës së Francës parapëlqen qasjen e tipit me pool fondesh.

<sup>1</sup> Shih f. 32.

<sup>2</sup> Levasseur M., *Gestion de Trésorerie*, 1979. Economica.



## SEKSIONI IV: ANALIZA E LLOGARISË SË REZULTATIT DHE SALDOT E NDËRMJETME TË MENAXHIMIT

Studimi i bilancit nuk mjafton për të bërë diagnozën financiare të ndërmarrjes. Krahasimi ndërmjet bilancit të fillimit dhe atij të fundit të periudhës mundëson të njihet rezultati i nxjerrë gjatë saj në atë masë, që duke pasur si rezervë se nuk ka pasur as shtim dhe as tërheqje të kapitalit, luhatja e kapitaleve të veta gjatë periudhës mat pasurimin e aksionerëve kur ajo është pozitive, dhe varfërimin e tyre në rast të kundert. Megjithatë ajo nuk jep të dhëna për formimin e atij rezultati.

Llogaria e rezultatit, llogari që grupon për një periudhë të dhënë tërësinë e operacioneve përfutuese të fitimeve dhe të humbjeve, të shprehura si produkte dhe barrë, mundëson që të kuptohet formimi i rezultatit të ndërmarrjes.

Ndryshe nga bilanci, llogaria e rezultatit është një llogari e fluksit. Nacionet e fluksit dhe të stokeve, në financë janë nocione themelore.

Fluksi përkufizohet si sasia e pasurive, mallrave, shërbimeve ose parave që transferohen gjatë një periudhe. Ka dy kategori të flukseve: flukset reale (pasuritë, mallrat, shërbimet) dhe flukse financiare (paratë).

Stoqet janë sasia e pasurive, mallrave, shërbimeve ose parave, të matura në një çast T.

Flukset reale ose “konsumohen” prej ndërmarrjes, ose japin ndihmesë për ndryshimin e stokeve. Flukset monetare e shtojnë ose e pakësojnë arkëtimin e ndërmarrjes. Lidhja fluks-stok del kështu në dukje: flukset nënkuptojnë ndryshimet e stokeve.

Tabela e saldove të ndërmjetme të menaxhimit, e propozuar nga plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982, po njësoj mundëson të rrokët formimi i rezultatit neto dhe, kështu, menaxhimi i ndërmarrjes.

Rezultati është funksion i nivelit të veprimtarisë. Prandaj ka rëndësi thelbësore që të përcaktohet njëherësh edhe pika e ekuilibrit, domethënë niveli i veprimtarisë kur nuk ka as fitim e as humbje, si dhe ndjeshmëria e rezultatit kundrejt luhatjeve të nivelit të veprimtarisë.

Këto tri pika: llogaria e rezultatit, saldot e ndërmjetme të menaxhimit dhe lidhja veprimtari-rezultat do të trajtohen më poshtë njëra pas tjetrës.

### I. LLOGARIA E REZULTATIT

Llogaria e rezultatit regjistron tërësinë e barrëve dhe të produkteve; rezultati del i barabartë me diferencën ndërmjet produkteve dhe barrëve.

Ndonëse nocioni i barrëve dhe i produkteve nuk ishte i përkufizuar në planin kontabël të përgjithshëm të vitit 1982, përsëri përmbajtja e tyre është përpikësuar:

- Barrët përfshijnë:

- shumat ose vlerat e derdhura ose që duhen derdhur qoftë si kundërparti e pasurive, punëve ose shërbimeve të konsumuara

prej ndërmarrjes, qoftë për shkak të një detyrimi ligjor, qoftë dhe pa kundërparti,

-dotacionet për amortizimet dhe rezervat,

-vlerat kontable neto të elementëve të aktiveve të ceduara, të prishura ose të zhdukura.

- Produktet përfshijnë:

-shumat ose vlerat e marra ose që do të merren qoftë si kundërparti për furnizimin nga ana e ndërmarrjeve të mallrave, punëve a shërbimeve, qoftë për shkak të një detyrimi ligjor, qoftë dhe pa kundërparti,

-prodhimi i vënë në stok,

-prodhimi i ngurtësuar,

-tërheqjet për amortizimet dhe rezervat,

-çmimet e cedimeve të elementëve të aktiveve të ceduara,

-transfertat e barrëve.

Transfertat e barrëve që figurojnë në produkt kanë nevojë për një shpjegim. Në parim ndërmarrjet duhet të regjistrojnë në barrë vetëm elementët e kostos së shitjeve të ushtrimit; operacionet e tjera shkruhen te bilanci. Dallimi megjithatë nuk është gjithmonë e mundur të bëhet gjatë kalimit të regjistrimeve, si për shembull, për barrët lidhur me krijimin e një kapitali të ngurtësuar nga ndërmarrja për vetveten, ose të shumave të paguara për të tretët.

Për më tepër, natyra e disa barrëve (të shfrytëzimit, financiare, të jashtëzakonshme) nuk njihet kurdoherë në çastin e konstatimit të tyre. Prandaj në fund të ushtrimit ka transfertat barrësh qoftë nga një llogari barre te një tjetër llogari barre, qoftë nga një llogari e bilancit me ndërmjetësinë e një llogarie të "transfertës së barrëve".

Barrët dhe produktet përkatëse të ushtrimit, po gjithashtu të lidhura me ushtrimet e mëparshme, regjistrohen sipas natyrës së tyre në mënyrë që të veçohen tre nivele të rezultatit kontabël: rezultati i shfrytëzimit, rezultati financiar dhe rezultati i jashtëzakonshëm.

Niveli i parë lidhet me shfrytëzimin normal dhe rrjedhës, i dyti me operacionet financiare dhe i fundit me operacionet e natyrës së jashtëzakonshme.

Ndërtimi i formimit të rezultatit të ushtrimit paraqitet si më poshtë:

#### REZULTATI I USHTRIMIT

BARRËT	PRODUKTET
Barrët e shfrytëzimit	Produktet e shfrytëzimit
<b>REZULTATI I SHFRYTËZIMIT</b>	
Barrët financiare	Produktet financiare
<b>REZULTATI FINANCIAR</b>	
Barrët e jashtëzakonshme	Produktet e jashtëzakonshme
<b>REZULTATI I JASHTËZAKONSHËM</b>	
Pjesëmarrja e punonjësve në frytet e zgjerimit Tatimet mbi shoqëritë	
<b>GJITHSEJ BARRË</b>	<b>GJITHSEJ PORDUKTE</b>

**Rezultati rrjedhës është një rezultat i ndërmjetëm i barabartë me:**

$$\text{Rezultati rrjedhës} = (\text{produkte të shfrytëzimit} + \text{produkte financiare}) - (\text{barrë të shfrytëzimit} + \text{barrë financiare})$$

**Normat IAS/IFRS: Llogaria e rezultatit**

**1) Referenca:** IAS 1 Paraqitja e gjendjeve financiare

**2) Informacionet që duhen paraqitur në llogarinë e rezultatit.**

Llogaria e rezultatit duhet të përmbajë të paktën pikat e mëposhtme:

- a) Produktet dhe veprimtaritë e zakonshme
- b) Rezultatin operacional
- c) Barrët financiare
- d) Pjesën kuotë në rezultatin neto të ndërmarrjeve partnere dhe të bashkë-ndërmarrjeve, të kontabilizuar sipas metodës së vënies në ekuivalencë
- e) Barrën e tatimit mbi rezultatin
- f) Rezultatin e aktiveve të zakonshme
- g) Elementët e jashtëzakonshëm
- h) Interesat e pakicës
- i) Rezultatin neto të ushtrimit

Nocioni i elementëve të jashtëzakonshëm në IFRS është shumë më kufizues sesa nocioni i rezultatit të jashtëzakonshëm në parimet franceze (nocioni i elementëve të jashtëzakonshëm nuk është fare te parimet franceze). Norma IFRS jep dy shembuj të elementëve të jashtëzakonshëm: shpronësimin ose një fatkeqësi natyrore. Rubrika "elementë të jashtëzakonshëm" madje mund të ndalohet në gjendjet financiare duke nisur nga viti 2005.

**Normat IAS/IFRS: Produktet dhe barrët e aktiviteve**

**1) Referenca:** nuk ka ndonjë normë të veçantë lidhur me produktet e me barrët. Këto tema trajtohen prej disa normave: 11, 18, 19, 20, 23, 35 dhe 37.

Përfitimet e personelit, zhvlerësimet e aktiveve dhe rezervat tashmë janë trajtuar bashkë me bilancin.

**2) Përkufizimet:**

Kuadri konceptual i përkufizon **produktet** si "rritjet e fitimeve ekonomike gjatë ushtrimit në formën e hyrjeve ose rritjes së aktiveve, ose si pakësime të pasiveve që kanë si rezultat shtimin e kapitaleve të veta, përveç shtimeve që vijnë nga derdhjet e pjesëmarrësve në kapitalet e veta".

Produktet e veprimtarive të zakonshme duhet të vlerësohen me vlerën korrekte të kundërpartisë së marrë ose që duhet marrë.

Norma 18 dallon shitjet e pasurive, dhënien e shërbimeve dhe interesat, detyrimet me afat dhe dividendet.

a) Shitjet e pasurive a mallrave

Norma 18 paraqet 4 kushte që produktet e ardhura nga veprimtaritë e zakonshme të kontabilizohen:

- shitësi t'i ketë transferuar te blerësi rreziqet kryesore dhe fitimet që lidhen me pronësinë;

- shitësi nuk ruan as pjesëmarrjen në drejtimin, që i përket përgjithësisht pronarit, as kontrollin mbi pasuritë e ceduara;

- madhësia e produktit dhe kostot e nevojshme mund të maten në mënyrë të besueshme;

- është e mundshme që fitimet e ardhura prej shitjes t'i sjellin përfitime shitësit.

Parimet franceze e mbajnë nocionin e transferimit të pronësisë, që përcaktohet prej kushteve të shitjes. Kjo mund të kërkojë në disa raste një kontabilizim të produkteve për një datë të ndryshme në të dy referencialët.



*b) Dhënia e shërbimeve*

*Kur rezultati i një dhënieje të shërbimeve mund të vlerësohet në mënyrë të besueshme, produkti i këtij transaksioni ndalet në funksion të avancimit në datën e mbylljes.*

*Në parimet franceze metoda e avancimit gjykohet më e parapëlqyer, por pa e ndaluar metodën e përfundimit.*

*c) Interesat, detyrimet me afat dhe dividendet*

*Interesat kontabilizohen në funksion të kohës së rrjedhur. Detyrimet me afat kontabilizohen hap pas hapi që merren në përputhje me thelbin e marrëveshjes, gjë që në disa raste mund të çojë te konstatimi i menjëherëshëm i integritetit të produktit në kohën e nënshkrimit. Në parimet franceze, produktet zhblllokohen për kohëzgjatjen e kontratës (në rast të derdhjes globale konstatohet një produkt i konstatuar që më parë).*

***Barrët** janë “pakësime të fitimeve ekonomike gjatë ushtrimit në formën e daljeve ose të zvogëlimit të aktiveve, ose të shfaqjes së pasiveve që kanë për rezultat pakësimin e kapitaleve të vetat, prej një shkakut tjetër nga shpërndarja pjesëmarrësve të kapitaleve të vetat”.*

**Normat IAS/IFRS: Opsionet stok**

*IASB në fillim të vitit 2004 ka botuar normën IFRS2 lidhur me pagesat në aksione dhe të njëvlershmet. Norma parashikon që planet për opsionet stok të kontabilizohen me vlerën korrekte në llogarinë e rezultatit me titullin e barrëve të personelit. Deri më sot, planet përbënin objekt të një informacioni në shtojcë, aq më tepër meqë opsionet nuk përdoren. Norma e quan se opsionet stok përbëjnë një formë të shpërblimit, rrjedhimisht, një barrë për ndërmarrjen. Ky trajtim ilustron gjithashtu politikën e përafritimit që ndiqet nga IASB dhe FASB (normativizuesit amerikan, që boton US GAAP), meqë ky i fundit gjithashtu ka propozuar një projekt të njëjtë.*

## 1.1. REZULTATI I SHFRYTËZIMIT

Rezultati i shfrytëzimit është i barabartë me diferencën ndërmjet produkteve të shfrytëzimit të përfuara prej veprimtarisë normale e të zakonshme të ndërmarrjes, dhe barrëve të shfrytëzimit të nevojshme për këtë veprimtari. Ai mat ecurinë industriale dhe tregtare të ndërmarrjes.

### REZULTATI I SHFRYTËZIMIT

BARRËT E SHFRYTËZIMIT	PRODUKTET E SHFRYTËZIMIT
- Blerjet e mallrave	- Shitja e mallrave
- Lulatja e stoqeve	- Prodhim i shitur (pasuri e shërbime)
- Blerjet e lëndëve të para dhe të furnizimeve të tjera	- Prodhim i vënë stok
- Lulatja e stoqeve	- Prodhim i ngurtësuar
- Blerje të tjera dhe barrë të jashtme	- Subvencionim shfrytëzimi
- Tatime taksa e derdhje të njëvlershme	- Tërheqje rezervash, amortizim
- Paga dhe rroga	- Transferim barrësh
- Produkte të tjera	- Produkte të tjera
- Barrë të shoqërisë	
- Dotacione për amortizimet	
- Barrë të tjera	

## 1.2. REZULTATI FINANCIAR

Rezultati financiar merret nëpërmjet krahasimit midis barrëve dhe prodhimeve financiare të ndërmarrjes.

### REZULTATI FINANCIAR

BARRËT FINANCIARE	PRODUKTET FINANCIARE
- Dotacionet për amortizimet dhe rezervat	- Të pjesëmarrjes
- Interesat e barrët e njëvlershme	- Të vlerave të tjera të luajtshme dhe të kreditimeve të aktvit të ngurtësuar
- Diferenca negative e këmbimit	- Interesa të tjerë e produkte të njëvlershme
- Barrë neto për cedimin e vlerave të luajtshme të investimit	- Tërheqje e rezervave dhe transferta të barrëve
	- Diferenca pozitive e këmbimit
	- Produkte neto për cedimin e vlerave të luajtshme të investimit

Rezultati financiar nuk pasqyron me rreptësi drejtimin financiar të ndërmarrjes. Barrët dhe produktet financiare jo vetëm janë të tatueshme për nevojat e financimit, të lidhura me shfrytëzimin dhe me financimet e qëndrueshme, por edhe me menaxhimin e kapitalit të disponueshëm, me luhatjet e këmbimit, me pjesëmarrjet. Këto të fundit konkretisht jo gjithmonë u binden kërkesave vetëm e vetëm financiare, por edhe forcave lëvizëse të rendit tregtar ose industrial.

## 1.3. REZULTATI I JASHTËZAKONSHËM

Rezultati i jashtëzakonshëm është diferenca ndërmjet produkteve dhe barrëve të jashtëzakonshme, domethënë produkteve e barrëve të palidhura me shfrytëzimin normal të ndërmarrjes, ose me natyrën financiare në kuptimin e përgjithshëm.

### REZULTATI I JASHTËZAKONSHËM

BARRËT E JASHTËZAKONSHME	PRODUKTET E JASHTËZAKONSHME
- Mbi operacionin e menaxhimit	- Mbi operacionin e menaxhimit
- Mbi operacionin në kapital	- Mbi operacionin në kapital
- Dotacion për amortizimet dhe për rezervat	- Tërheqje e rezervave dhe transferim i barrëve

Analiza e rezultatit të jashtëzakonshëm nuk është kurdoherë e lehtë në shkallën që disa elementë të jashtëzakonshëm, sipas planit kontabël të vitit 1982, fare mirë mund të çonin te shfrytëzimi. Rentabiliteti i shfrytëzimit atëherë preket po aq.

## 1.4. REZULTATI I USHTRIMIT

Rezultati i ushtrimit merret nga diferenca ndërmjet tërësisë së produkteve dhe barrëve të ushtrimit, pasi të hyjnë në llogari pjesëmarrjet e punonjësve dhe tatimi për shoqëritë.

Pjesëmarrja e punonjësve në frytet e zgjerimit të ndërmarrjeve është krijuar më 1967. Madhësia e pjesëmarrjes gjendet duke zbatuar formulën e mëposhtme:

$$P = \frac{1x \left( B - \frac{5C}{100} \right) x S}{2xVA}$$

Ku:  $B$  = fitimi neto i ushtrimit, duke zbritur tatimin përgjegjës.

$C$  = kapitalet e veta të ushtrimit.

$S$  = pagat e ndërmarrjes.

$VA$  = vlera e shtuar e ndërmarrjes.

Rezultati i ushtrimit mat ecurinë, frytshmërinë globale të ndërmarrjes po aq mirë si në planin tregtar, industrial, edhe financiar. Ai përbën burimin shtesë të krijuar prej ndërmarrjes gjatë ushtrimit. Në rast humbjesh, ai përfaqëson atëherë shkatërrimin e burimeve.

### **Normat IAS / IFRS: Kontratat e ndërtimit**

#### **1) Referenca: IAS 11 Kontratat e ndërtimit**

#### **2) Përkufizimi**

Sipas normës IAS 11, kontrata e ndërtimit është një kontratë, për të cilën është biseduar posaçërisht që të ndërtohet një aktiv ose një tërësi aktivesh, të cilat janë të lidhura ngushtë ose janë të ndërvarura nga pikepamja e konceptimit, e teknologjisë dhe e funksionit, ose nga qëllimi apo nga përdorimi.

Kontrata e ndërtimit mund të marrë si formën e një kontrate me akord (shpërblim fiks duke pranuar rastin që të ketë një dispozitë për rishikim), qoftë të një kontrate nën drejtim (shpërblim i barabartë me shpenzimet dhe kostot e autorizuara të rritura të një përqindjeje ose me shpërblim fiks).

Kontrat të tilla janë, për shembull, ndërtimet e anijeve, të aeroplanëve, të digave, të rrugëve, të autostradave etj....

#### **3) Rregullat e kontabilizimit të kontratave të ndërtimit**

Norma kërkon që të zbatohet metoda e avancimit; meqë rezultati i një kontrate ndërtimi mund të çmohet në mënyrë të besueshme, produktet dhe kostot shoqëruese të kontratës duhet të kontabilizohen përkatësisht në produkte e barrë, në funksion të shkallës së përparimit të veprimtarisë së kontratës. Një humbje e pritshme mbi bazën e kontratës duhet menjëherë të kontabilizohet në barrë.

Metoda e avancimit e bën të nevojshëm njehsimin e marzhit të parashikueshëm, prandaj duhet të përcaktohen produktet dhe kostot e kontratave të ndërtimit.

##### **a) Produktet e kontratës përfshijnë:**

- madhësinë fillestare të produkteve për të cilat është bërë kontrata; dhe

- modifikimet në punimet e kontratës, reklamimet dhe primet e ecurisë, nëse është e mundshme që ato të sjellin prodhime dhe nëse mund të vlerësohen në mënyrë të besueshme. Produktet e kontratës maten për vlerën korrekte të kundërpartisë së marrë ose që do të merret;

- kundërpartia përbëhet prej madhësisë së kapitalit të disponueshëm të marrë ose që do të merret;

- në rast pagimi të shtyrë, produktet duhet të aktualizohen.

##### **b) Kostot e kontratës përmbajnë:**

- kostot e lidhura drejtpërdrejt me kontratën përkatëse;

- kostot që i vishen veprimtarisë së kontratave përgjithësisht dhe që mund të preken në kontratën përkatëse;

- gjithë kostot e tjera të rifaturueshme për klientin sipas kushteve të kontratës.

Kostot që mund të bashkangjiten drejtpërdrejt te kontrata janë, për shembull, shpenzimet për krahun e punës, kostot tregtare, amortizimi i instalimeve ose kostoja e dhënies së tyre hua.

Kostot që i vishen veprimtarisë përfshijnë, për shembull, sigurimet, shpenzimet e përgjithshme të ndërtimit, kostot e konceptimit dhe të ndih-



*mës teknike të paspecifikuar në kontratë, interesat e huasë me disa kushte.*

*Kostot që nuk janë të lidhura me një veprimtari të kontratës dhe që nuk preken prej një kontrate, nuk do të përfshihen.*

#### **4) Dallimet ndërmjet parimeve franceze dhe IFRS**

*Nuk ka ndonjë dallim thelbësor ndërmjet kontratave afatgjata, siç përkufizohen në parimet franceze (pikat 99-10 të CRC) dhe kontratave të ndërtimit ose normave IFRS.*

##### *a) Metoda e kontabilizimit*

*Në IFRS kontratat e ndërtimit kontabilizohen detyrimisht sipas metodës së avancimit.*

*Në parimet franceze ende jepet e drejta për të zgjedhur ndërmjet metodës së avancimit, metodës me parapëlqim dhe asaj me përfundim.*

##### *b) Produktet dhe kostot*

*Të dy referencialet kanë pak dallime për produktet dhe kostot e kontratave.*

*Megjithatë në IFRS parimi i vlerës korrekte nënkupton që në rast pagese të shtyrë, produktet duhet të aktualizohen.*

*Dallimi ndërmjet kësaj vlere të aktualizuar dhe madhësisë nominale kontabilizohet në produkte interesash. Vlerësimi i çmimit të shitjes për vlerën korrekte, ndonëse është i mundshëm në parimet franceze, rrallë përdoret.*

## **2. SALDOT E NDËRMJETME TË MENAXHIMIT (SIG)**

Saldot e ndërmjetme të menaxhimit përbëjnë një prej risive të planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982. Megjithatë, botimi i tyre është i detyrueshëm vetëm për ndërmarrjet që i mbahen sistemit të zhvilluar. Qëllimi i SIG është të lehtësohet analiza e formimit të rezultatit dhe gjithashtu të zgjerohet gama e treguesve të menaxhimit.

SIG janë:

- Marzhi tregtar,
- Prodhimi,
- Vlera e shtuar,
- Teprica bruto e shfrytëzimit,
- Rezultati i shfrytëzimit
- Rezultati rrjedhës para tatimit,
- Rezultati i jashtëzakonshëm.

Do të paraqiten vetëm saldot që nuk figurojnë tashmë në llogarinë e rezultatit, domethënë: marzhi tregtar, vlera e shtuar dhe teprica bruto e shfrytëzimit.

### **2.1. MARZHI TREGTAR**

Marzhi tregtar është i barabartë me diferencën ndërmjet madhësisë së shitjeve neto të mallrave dhe kostos së blerjes së tyre:

#### **MARZHI TREGTAR**

**Shitja e mallrave – Kostoja e blerjes së mallrave të shitura**

Marzhi është treguesi i parë i ecurisë së ndërmarrjeve tregtare: shifrat e xhirove tregtare japin vëllimin e veprimtarisë; marzhi tregtar (ose edhe marzhi bruto) jep madhësinë e lënë ndërmarrjes duke zbritur koston e blerjes së mallrave të shitura.

Zbërthimi i marzhit për produkte ose për degë mundëson që të jepet një gjykim mbi politikën tregtare të ndërmarrjes.

## 2.2. PRODHIMI

Prodhimi mat veprimtarinë industriale të ndërmarrjes. Ai është i barabartë me shumën e:

- prodhimin të shitur, të vlerësuar me çmimin e shitjes,
- prodhimin të vënë stok, domethënë luhatja e stokut e vlerësuar me çmimin e kostos së vet,
- prodhimin të ngurtësuar, që përfaqëson punimet e bëra nga ndërmarrja për vetveten, të vlerësuara me çmimin e kostos së vet.

<b>PRODHIMI I USHTRIMIT =</b> <b>Prodhimi i shitur ± Prodhimi i vënë stok ± Prodhimi i ngurtësuar</b>
--

Subvencionet e shfrytëzimit nuk figurojnë në prodhim, madje edhe nëse të disa veprimtari përthithen në një plotësim të çmimit.

Po ashtu do të vëmë në dukje se vlerësimi i prodhimit është heterogjen, në shkallën që prodhimi i shitur vlerësohet me çmimin e shitjes, kurse prodhimi i vënë stok dhe prodhimi i ngurtësuar me çmimin e kostos së vet.

## 2.3. VLERA E SHTUAR

Vlera e shtuar njehsohet duke zbritur prej prodhimit global konsumimet e mallrave e të shërbimeve, që jepen prej të tjerëve për këtë prodhim.

<b>VLERA E SHTUAR =</b> <b>Prodhimi i ushtrimit + Marzhi tregtar + Konsumimet e jashtme</b>
--

Vlera e shtuar mat krijimin e vlerës nga ndërmarrja, kontributin e saj prodhues. Është fjala për vlerën e shtuar të prodhuar dhe jo detyrimisht të shitur, në atë shkallë që nëse një pjesë e vlerës së shtuar përfshihet mirë në prodhimet e shitura, një tjetër u është shtuar prodhimeve të vëna stok dhe prodhimeve të ngurtësuara.

Vlera e shtuar gjithashtu përfaqëson shumën e të ardhurave, që ndërmarrja ua shpërndan faktorëve, të cilët kanë ndihmuar për këtë prodhim:

- punës në formën e barrëve të personelit,
- kapitalit në formën e interesave dhe të dividendëve,
- shtetit në formën e tatimeve e të taksave,
- ndërmarrjes për vetëfinancimin.

Vlera e shtuar prandaj mund të njehsohet edhe në mënyrë shtuese, nëpërmjet shumës së shpërblimit të tërësisë së faktorëve të prodhimit.

<b>VLERA E SHTUAR = Shuma e shpërblimeve të faktorëve të prodhimit</b>
--

Vlera e shtuar është bruto në atë shkallë që nuk janë zbritur amortizimet.

Disa ritrajtime i përmbahen praktikës që të përfshihet më me përpikëri vlera e shtuar realisht nga ndërmarrja, e konkretisht:

- **shpenzimet e personelit të përkohshëm** ripërfshihen në barrët e personelit në atë shkallë që kontribuojnë në krijimin e vlerës së shtuar me të njëjtën cilësi si dhe personeli i vetë ndërmarrjes.

- **kreditimi qiradhënës** i vështruar si konsumim i jashtëm, duhet të ritrajtohet në amortizime për pjesën që u përgjigjet rimbursimeve të kapitalit, dhe në barrë financiare për interesat. E mira e nocionit të vlerës së shtuar është se jep një tregues të masës për aftësinë e ndërmarrjes që të krijojë



pasuri. Nga kjo pikëpamje, shifra e xhirove tregtare nuk është gjithmonë treguesi më domethënës, meqë ndërmarrja shpesh pëson heqje prej saj.

Norma VSH/CA na jep të dhëna për shkallën e integritit ekonomik të ndërmarrjes. Sa më afër të jetë kjo te 1, aq më e integruar është ndërmarrja. Analiza e rindarjes së vlerës së shtuar me anë të përpjesëtimeve të shpenzimeve të personelit/VSH, shpenzimeve financiare/VSH, tatimeve e taksave/VSH, vetëfinancimit/VSH na jep të dhëna për strukturën e shfrytëzimit.

Evoluimi i vlerës së shtuar përgjatë kohës dhe rindarja e saj, madje edhe nëse interpretimi i saj duhet të bëhet me kujdes, paraqet një varg treguesish të cilësisë së drejtimit të ndërmarrjes.

Marzhi bruto gjithashtu është një saldo me peshë, që përdoret shpesh nga ndërmarrjet industriale. Ai gjendet duke zbritur nga prodhimi blerjet e periudhës dhe luhatjet e stoqeve.

#### 2.4. TEPRICA BRUTO E SHFRYTËZIMIT (TBS) (OSE MUNGESA BRUTO E SHFRYTËZIMIT)

TBS gjendet duke hequr nga vlera e shtuar rritjen e subvencionimeve për shfrytëzimet, barrët e personelit, tatimet, taksat dhe derdhjet e njëvlershme.

TBS përfaqëson mbetjen e kapitalit të disponueshëm potencial, të nxjerrë nga shfrytëzimi i ndërmarrjes. Kjo është një tepricë vetëm potenciale, në atë shkallë që kjo saldo njehsohet duke u nisur nga hyrjet e arkëtueshme dhe nga barrët e nxjerrshme prej arkës, ndërsa gjithmonë ka një zhvendosje përpara arkëtimit të tyre ose arkëtimit të tyre të vërtetë.

Teprica e kapitalit të disponueshëm të nxjerrë nga shfrytëzimi rroket nëpërmjet tepricës së kapitalit të disponueshëm të shfrytëzimit.<sup>1</sup>

Saldo po ashtu të përdorura rregullisht janë EBIT dhe EBITDA. Ndonëse kjo e dyta, pasi arriti orën e saj të lavdisë me fluskën e Internetit dhe për shkak të një përdorimi të papërmbajtur që i bënë disa drejtues, më vonë pati një përdorim më të kufizuar, por tashti ka prirje ta rimarrë forcën.

- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes): rezultati neto i shfrytëzimit pas rezervave dhe amortizimeve, por përpara tatimeve dhe shpenzimeve financiare.

- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): EBIT-i plus rezervat dhe amortizimet. Është e afërt me tepricën bruto të shfrytëzimit.

Në qershor 2002 COB e ka kritikuar shumësinë në raportet vjetore të nocioneve “me natyrë jo rreptësisht kontable dhe pa përkufizim të përpiktë”, që përdoren nga ndërmarrjet për të komentuar rentabilitetin e tyre ose kapitalin e vet të disponueshëm, prandaj rekomandonte që të mos përdoreshin. COB-i citonte terma, si “Ebit”, “Ebit strategjik”, “Ebitda”, “fresh cash-flow”, “cash-flow disponibile”, “free cash-flow operationnel” dhe madje “rezultat rikthyes”.

### 3. LIDHJA VEPRIMTARI-RENTABILITET

Rezultati i ndërmarrjes ndryshon sipas nivelit të veprimtarisë. Marrëdhënia: variacion i shifrës së xhiros - variacion i rezultatit lidhet me ndjeshmërinë e barrëve kundrejt variacioneve të veprimtarisë, domethënë me strukturën e kostove.

<sup>1</sup> Shih Kreu 4, f. 120 vij.



Ndërmarrja duhet të dijë njëkohësisht si pragu e veprimtarisë, në të cilin ajo nuk realizon as fitim e as humbje, që zakonisht quhet pikë e vdekur, e po ashtu ndjeshmërinë e rezultatit të vet kundrejt luhatjeve të nivelit të veprimtarisë, ose dhe koeficientin e ngritjes së shfrytëzimit.

### 3.1. PIKA E VDEKUR

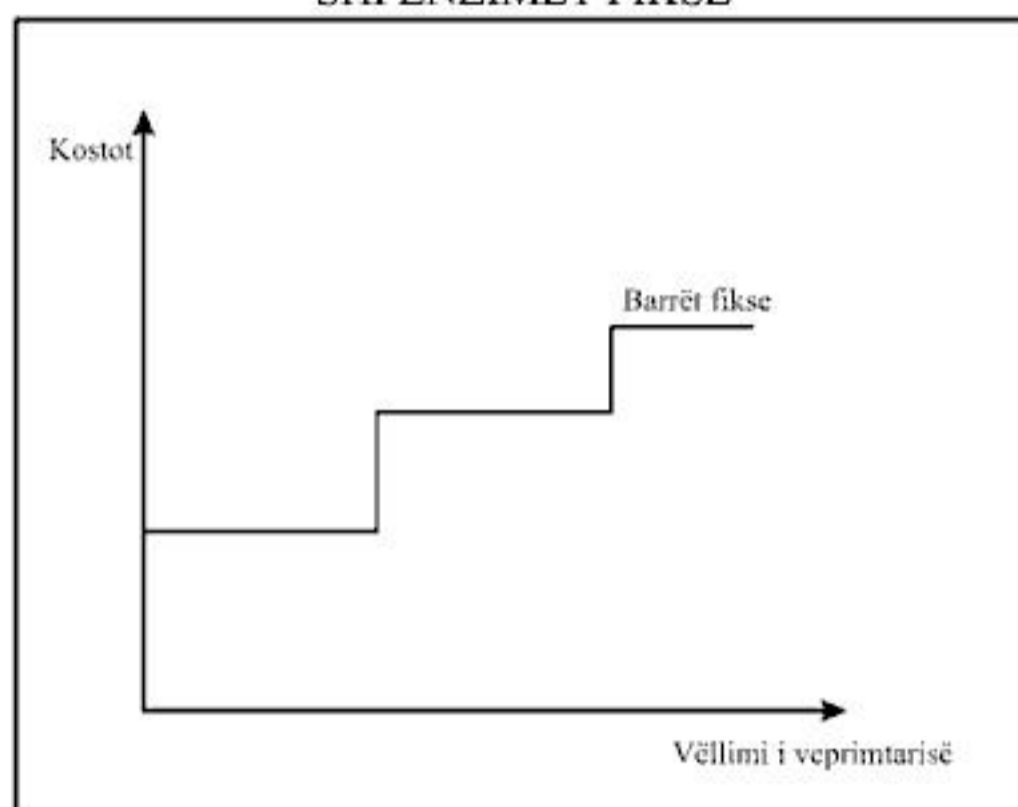
#### 3.1.1. PËRCAKTIMIT I PIKËS SË VDEKUR

Pika e vdekur ose pragu i rendimentit i përgjigjet nivelit të veprimtarisë, për të cilin shifra e xhiro tregtare është e barabartë me totalin e kostove të prodhimit. Në këtë nivel të veprimtarisë, ndërmarrja rrjedhimisht nuk realizon as fitim, as humbje.

Dallohen tradicionalisht dy tipa barrësh:

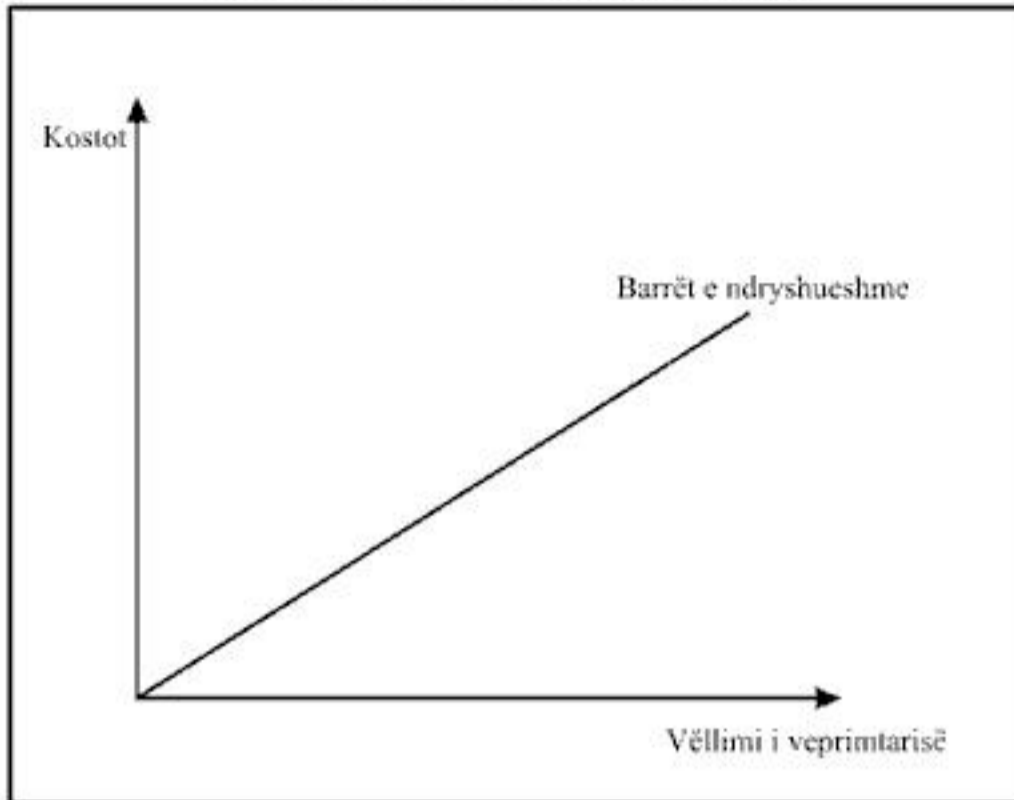
- **Barrët fikse** janë ato që nuk luhaten, ose ndryshojnë fare pak kundrejt prodhimit ose shitjeve. I tillë është, për shembull, rasti i shpenzimeve të përgjithshme, i qirave, i shpenzimeve administrative, i amortizimeve, i shpenzimeve të tërthorta për personelin... Këto kosto janë në funksion të strukturës, të organizimit të ndërmarrjes në një moment të dhënë. Megjithatë ato nuk mbeten fikse për gjithë nivelin e veprimtarisë; por gradualisht: një rritje e madhe e prodhimit, për shembull, sjell investime plotësuese, shpenzime të strukturave suplementare...

SHPENZIMET FIKSE



- **Barrët e ndryshueshme** janë ato, madhësia e të cilave ndryshon në përpjesëtim me veprimtarinë. Konkretisht ky është rasti i lëndëve të para, i lëndëve të konsumueshme dhe në disa kushte të caktuara edhe i krahut të punës të drejtpërdrejtë.

## BARRËT E NDRYSHUESHME



Pika e vdekur përcaktohet grafikisht duke hedhur në boshtin e abshisave sasi të shitura dhe në boshtin e ordinatave kostot e shifrat e xhirove tregtare.

Në grafik hidhet drejtëza përfaqësuese e gjithë kostove totale (barrët fikse + barrët e ndryshueshme) dhe e shifrës së xhirove tregtare. Pika e vdekur përcaktohet te ndërprerja e dy drejtëzave.

Aritmetikisht pika e vdekur përcaktohet si më poshtë:

Le të kemi:  $\text{Ç}$  = çmimi i shitjes i njësuar,  
 $S$  = sasia e prodhuar dhe e shitur,  
 $KF$  = kostot fikse,  
 $KN$  = kostot e ndryshueshme.

Në pikën e vdekur shifra e xhirove tregtare është e barabartë me totalin e kostove fikse dhe të kostove të ndryshueshme, domethënë:

$$S\text{Ç} = KF + S.KN$$

si edhe:

$$S(\text{Ç} - KN) - KF = 0$$

prej nga nxjerrim se në pikën e vdekur  $S_v$  është e barabartë me:

$$S_v = KF / (\text{Ç} - KN)$$

$(\text{Ç} - KN)$  shpreh marzhin për koston e ndryshueshme.

Rrjedhimisht, në pikën e vdekur  $S_v$ , marzhi për koston e ndryshueshme mbulon tërësinë e kostove fikse.

### 3.1.2. INTERESI QË PARAQET NOCIONI I PIKËS SË VDEKUR

Analiza e pragut të rentabilitetit është me interes për ndërmarrjen, sepse jep të dhëna për nivelin e veprimtarisë përtej të cilit ajo është fitimprurëse. Ajo mund të bëhet edhe për secilën fushë të veprimtarisë, kur është e mundur të shpërndahen barrët fikse ndërmjet fushave të ndryshme.

Interesi që paraqet nocioni i pikës së vdekur mund të ilustruhet me një shembull:

Le të kemi dy ndërmarrje A dhe B, struktura e kostove të të cilave është:

- Ndërmarrja A: kosto fikse 2400; kosto të ndryshueshme të njësuara 12,

- Ndërmarrja B: kosto fikse 4000; kosto të ndryshueshme të njësuara 10.

Ndërmarrja B ka kosto fikse më të larta, sepse ka realizuar investime; si kundërparti, ajo ka kosto të ndryshueshme më të ulëta. Çmimi i shitjes së produkteve është 20, cilado qoftë ndërmarrja.

Dy tabelat këtu poshtë për nivelin e veprimtarisë tregojnë kostot fikse, kostot e ndryshueshme, kostot gjithsej, shifrën e xhros tregtare dhe rezultatin që del për secilën ndërmarrje.

NDËRMARRJA A						
sasia	Kosto fikse	kosto e ndryshuesh.	kosto gjithsej	çmim i shitjes	rezultati	çmimi mesatar
100	2 400	1 200	3 600	2 000	- 1 600	30,00
200	2 400	2 400	4 800	4 000	- 800	24,00
300	2 400	3 600	6 000	6 000	0	20,00
400	2 400	4 800	7 200	8 000	800	18,00
500	2 400	6 000	8 400	10 000	1 600	16,80
600	2 400	7 200	9 600	12 000	2 400	16,00
700	2 400	8 400	10 800	14 000	3 200	15,43
800	2 400	9 600	12 000	16 000	4 000	15,00
900	2 400	10 800	13 200	18 000	4 800	14,67
1 000	2 400	12 000	14 400	20 000	5 600	14,40

NDËRMARRJA B						
sasia	Kosto fikse	kosto e ndryshuesh.	kosto gjithsej	çmim i shitjes	rezultati	çmimi mesatar
100	4 000	1 000	5 000	2 000	-3 000	50,00
200	4 000	2 000	6 000	4 000	-2 000	30,00
300	4 000	3 000	7 000	6 000	-1 000	23,33
400	4 000	4 000	8 000	8 000	0	20,00
500	4 000	5 000	9 000	10 000	1 000	18,00
600	4 000	6 000	10 000	12 000	2 000	16,67
700	4 000	7 000	11 000	14 000	3 000	15,71
800	4 000	8 000	12 000	16 000	4 000	15,00
900	4 000	9 000	13 000	18 000	5 000	14,44
1 000	4 000	10 000	14 000	20 000	6 000	14,40

Vihet re se ndjeshmëria e rezultatit të ndërmarrjeve preket drejtpërdrejt nga struktura e kostove të tyre.

Pragu i rentabilitetit të rezultatit të ndërmarrjes A gjendet te 300 njësi, ndërsa ai i ndërmarrjes B arrihet vetëm me 400 njësi. Përtej 800 njësive rezultati i nxjerrë nga B e kapërcen atë të A. Për një ndryshim të veprimtarisë me 100, rezultati i A ndryshon për 800 dhe ai i B për 1000.

Rrjedhimisht, mund të nxjerrim përfundimin e mëposhtëm: ndërmarrjet që kanë barrë të fiksuara të larta kanë një rezultat më të ndjeshëm kundrejt luhatjeve të veprimtarisë, sesa ato që kanë kosto fikse të ulëta. Ndërmarrjet me veprimtari ciklike dhe shpenzime fikse të larta duhet t'i pakësojnë këto të fundit, nëse duan ta pakësojnë nënshtrimin e rezultatit ndaj luhatjeve të veprimtarisë.

Gjithashtu, duke krahasuar A e B, konstatojmë ndikimin e një programi investimi mbi rezultatit: programi i investimit i shton kostot fikse tërthorazi nga amortizimet, duke e rritur njësoj pragun e rentabilitetit. Përtej pikës së vdekur, e përmirëson rezultatit, por e rrit gjithashtu pastabilitetin.

Analiza e pikës së vdekur tregon se ndërmarrja në vështirësi mund të veprojë vetëm për tri ndryshore: të shtohet shifra e xhiros tregtare, të shtohen marzhet ose të pakësohen shpenzimet fikse. Nëse ajo nuk mund të rrisë as shitjes, as marzhet, atëherë duhet detyrimisht ta shoqërojë uljen e veprimtarisë me një pakësim të shpenzimeve fikse, përndryshe do të rrisë edhe më shumë humbjet e veta.

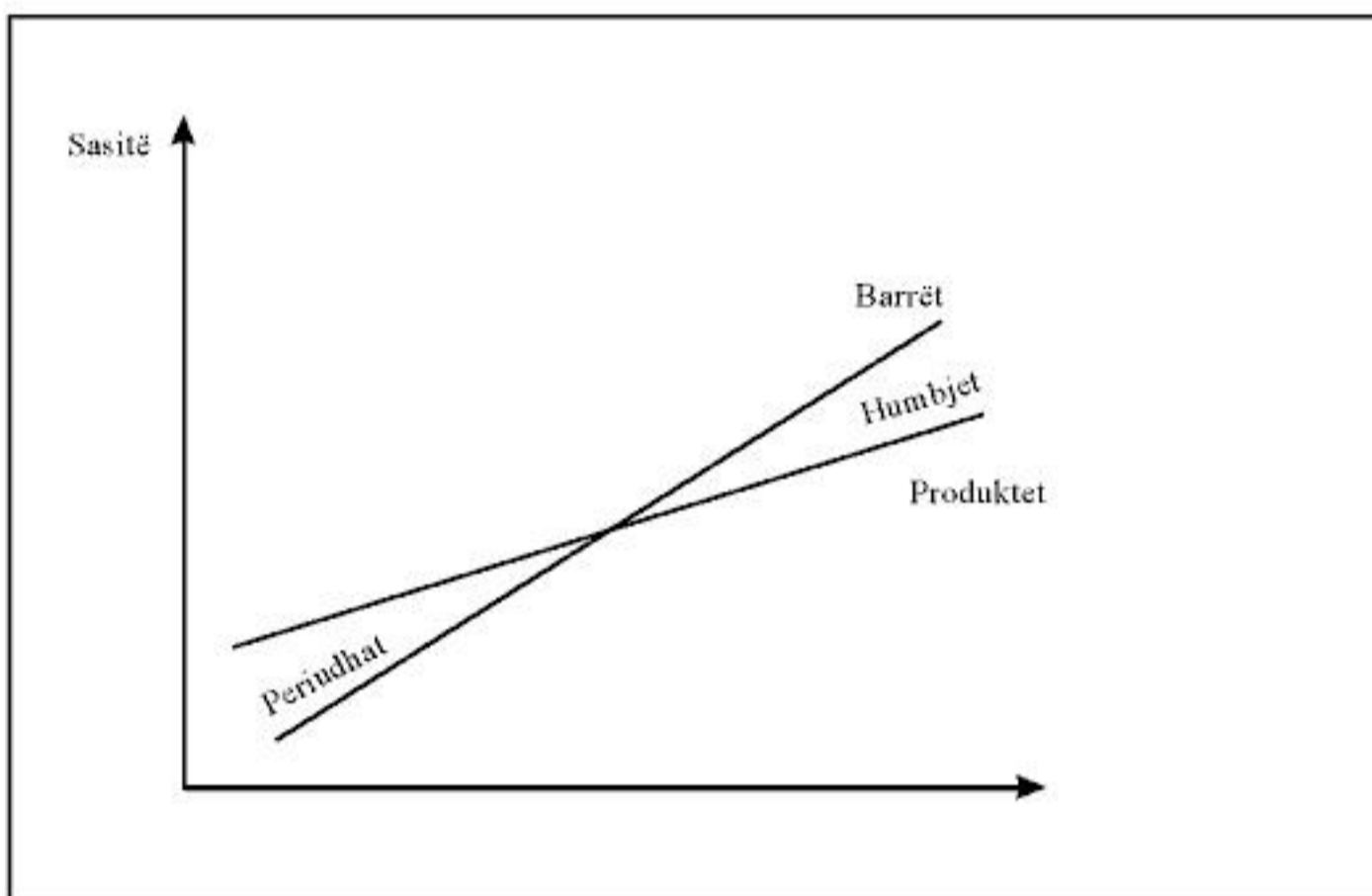


### 3.1.3. EFEKTI GËRSHËRË

Mekanizmi i efektit të gërshtërëve vihet në veprim, kur barrët shtohen më shpejt sesa produktet. Ky evoluim me mospërputhje ndërmjet produkteve dhe barrëve sjell një pakësim përparues të fitimit dhe më në fund shfaqen humbjet.

Efekti gërshtërë konkretisht u përgjigjet gjendjeve të rritjeve të drejtuara keq, që quhen “kapërcim përpara”, në të cilat ndërmarrja e përqendron vëmendjen vetëm e vetëm te rritja e shifrave të xhiros tregtare në kurriz të rentabilitetit. Kjo gjendje karakterizohet nga kostot të kontrolluara keq, nga klientë anësorë pak ose aspak rentabël, nga shpenzime që shtohen shumë më shpejt sesa shifra e xhiros tregtare. Një konfigurim i tillë i rritjes e varfëron ndërmarrjen.

#### EFEKTI GËRSHËRË



### 3.2. KOEFICIENTI I NGRITJES SË SHFRYTËZIMIT (KNS)

KNS mat ndjeshmërinë e rezultatit të shfrytëzimit kundrejt luhatjes së shitjeve.

Ai shprehet edhe me:

RS = rezultati i shfrytëzimit

S = sasia e produkteve të shitura

$$CLE = \frac{(\Delta RE) / RE}{(\Delta Q) / Q}$$

KNS është i lartë, nëse një ndryshim i dobët i shitjeve sjell një ndryshim të madh të rezultatit. Ai është funksion i strukturës së prodhimit të ndërmarrjes dhe ndryshon bashkë me nivelin e saj.

**Shembull:**

Le të kemi dy shoqëri C dhe D, rezultatet e të cilave janë si më poshtë, sipas niveleve të ndryshme të shitjes:

SASITË	REZULTATET E SHFRYTËZIMIT	
	C	D
1 000	- 50 000	- 10 000
2 000	- 10 000	0
3 000	+ 12 000	+ 10 000
4 000	+ 35 000	+ 20 000
5 000	+ 60 000	+ 35 000

Të njehsojmë KNS të këtyre ndërmarrjeve, kur sasitë e shitjeve kalojnë nga 4000 në 5000.

$$\text{Ndërmarrja C: } \frac{(25000 / 35000) \times 100}{(1000 / 4000) \times 100} = 2,85$$

$$\text{Ndërmarrja D: } \frac{(15000 / 20000) \times 100}{(1000 / 4000) \times 100} = 3$$

Një KNS prej 2,85 për ndërmarrjen C do të thotë se duke nisur nga 4000 njësi, një shtim i sasive të shitura prej 1% do të sjellë shtimin e rezultatit të shfrytëzimit në 2,85%.

## SEKSIONI IV: SHTOJCA

Shtojca është pjesë përbërëse e llogarive vjetore. Ajo i plotëson dhe komenton informacionet e dhëna prej bilancit dhe nga llogaria e rezultatit për “një të kuptuar më të mirë të dokumenteve sintetizuese”, dhe paraqet “në një formë tjetër informacionet që përmbajnë”.

Shtojca duhet të përmbajë gjithë informacionet e nevojshme për të dhënë një pamje besnike të gjendjes financiare dhe trashëgimore të ndërmarrjes. Rrjedhimisht, ajo përbën një dokument të çmueshëm për analistin financiar, duke dhënë, për shembull njoftimet për mënyrën e përpunimit të gjendjeve sintetizuese dhe për përmbajtjen e disa rubrikave (për shembull, hollësi të hyrjeve e të daljeve të kapitaleve të ngurtësuara, për shtimet dhe pakësimet e amortizimeve, për gjendjen e afatpagesave të borxheve e të kreditimeve...).

Paraqitja e shtojcës nuk përbën objektin e ndonjë normativizimi. I përket ndërmarrjes që ta organizojë në mënyrë të qartë përmbajtjen e shtojcës së vet.

Plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982 i grupon treguesit që duhet të përmbajë shtojca në tri pika:

- Rregullat dhe metodat kontable,
- Plotësimet e informacioneve lidhur me bilancin dhe me llogarinë e rezultatit,
- Elementë të tjerë informacioni.

### *Normat IAS/IFRS: Shtojcat*

#### *1) Referenca: IAS 1 Paraqitja e gjendjeve financiare*

#### *2) Përmbajtja e shtojcës*

*Shtojca nuk është objekt i ndonjë norme të veçantë IAS, por duhet t'u përmbahet pothuaj gjithë normave të tjera.*

*Informacionet që kërkohen nga IFRS në shtojcë janë shumë të mëdha dhe më të detajuara sesa në parimet franceze.*

*Shtojca për gjendjet financiare duhet:*

*a) të paraqesë informacionet mbi bazën e hartimit të gjendjeve financiare dhe për metodat kontable të veçanta, të zgjedhura e të zbatuara në transaksionet dhe ngjarjet e rëndësishme;*

*b) të tregojë informacionet e detyrueshme sipas normave kontable ndërkombëtare, që nuk janë paraqitur gjetkë në gjendjet financiare, dhe*

*c) të japë informacione plotësuese, që nuk janë paraqitur në korpusin e gjendjeve financiare, por që janë të nevojshme për të dhënë një pamje besnike.*

*Shtojca gjithashtu duhet të përmbajë informacione jofinanciare: “Shënimet sjellin informacione, për të cilat normat kontable ndërkombëtare e bëjnë të detyrueshme ose e nxisin që të paraqiten, si dhe informacione të tjera të nevojshme për të ardhur te një pamje besnike”.*



### **3) Dallimet me normat franceze dhe vështirësitë e vënies në zbatim**

Dallimet ndërmjet IFRS dhe normave franceze në punën e informacionit që duhet dhënë në shtojcë janë të shumta. Për më tepër, nëse disa informacione për t'u dhënë në IFRS janë në dispozicion pa vështirësi të mëdha, disa të tjera ka rrezik të jenë mjaft më delikate për t'i grumbulluar. Së fundi, disa ndërmarrje mund ta quajnë se disa informacione nuk paraqiten, sepse kanë karakter konfidencial.

Kështu, norma e IFRS parashikon konkretisht informacione plotësuese të hollësishme për:

- zberthimin e aktiveve dhe të pasiveve ndërmjet rrjedhëseve dhe jorrrjedhëseve, duke përcaktuar pasuritë e paluajtshme të investimit.

- analizën e llogarisë së rezultatit, aty dhe të prodhimeve (duke dalluar ndërmjet shitjeve të mallrave, paraqitjes së shërbimeve, detyrimeve me afat, analizën e rezultatit financiar).

- një tabelë të ndryshimeve të kapitaleve të veta, të hollësishme me një informacion për rezultatit bazë për çdo aksion ("rezultati bazë për çdo aksion duhet të njehsohet duke pjesëtuar rezultatit neto të ushtrimit, që u përket aksionerëve të zakonshëm me numrin mesatar të ponderuar të aksioneve të zakonshme në qarkullim gjatë ushtrimit").

- një tabelë të fluksit të kapitalit të disponueshëm, që tregon fluksin e kapitalit të disponueshëm sipas natyrës (operacional, investimesh dhe financimi).

- informacione të detajuara për rigrupimet e ndërmarrjeve (veprimtari në të cilat është parashikuar ndarja, çmime të blerjes, saktësi me rezervat për ristrukturimin...).

- braktisje të veprimtarive (përshkrimi i veprimtarisë, data, vlera).

- investime në pensione dhe përfitime të njëvlershme.

- pagesa në aksione dhe të njëvlershme (plane të opsioneve për blerje ose për nënshkrim aksionesh...).

- informacione për sektorët (të dhëna me shifra të hollësishme për secilin sektor veprimtarie, zonat gjeografike më të shumta sesa ato që kërkohen prej normave franceze).

- informacion për instrumentet financiare (saktësi me objektivat dhe politikën në fushën e administrimit të rreziqeve financiare, duke përfshirë politikën e mbulimit të secilit transaksion).

MODEL I BILANCIT TË SISTEMIT BAZË AKTIV (BURIMI PKP 1982)				
AKTIVI (a)	Ushtrimi N			Ushtrimi N-1
	Bruto	Amortizimet dhe rezerva (zbriten)	Neto	Neto
<b>NGURTËSUAR</b>				
Kapitale të ngurtësuara të patrupëzuara:				
Shpenzime ngritjeje .....				
Shpenzime kërkimi e zhvillimi .....				
Koncesione, patenta, licensa, marka, procedura, të drejta dhe vlera të ngjashme ....				
Fondi tregtar (1) .....				
Të tjera .....				
Paradhënie e parapagime .....				
Kapitale të ngurtësuara të trupëzuara:				
Troje .....				
Ndërtime .....				
Instalime teknike, materiale dhe pajisje industriale .....				
Të tjera .....				
Kapitale të ngurtësuara të trupëzuara në proces .....				
Paradhënie dhe parapagime				
Kapitale të ngurtësuara financiare (2):				
Pjesëmarrje .....				
Kreditime bashkangjitur pjesëmarrjeve .....				
Tituj të tjerë të ngurtësuar .....				
Hua .....				
Të tjera .....				
Gjithsej I .....	X	X	X	X
(1) Ku dhe e drejta për qiradhënie				
(2) Ku dhe për më pak se një vit				

(a) Kur është rasti, kundërpartia e kapitalit të nënshkruar të pathirrur duhet të figurojë dallueshëm si pika e parë e aktivit, përpara kapitaleve të ngurtësuara të patrupëzuara.

MODEL I BILANCIT TË SISTEMIT BAZË AKTIV (BURIMI PKP 1982)				
AKTIVI (a)	Ushtrimi N			Ushtrimi N-1
	Bruto	Amortizimet dhe rezerva (zbriten)	Neto	Neto
<b>AKTIVI QARKULLUES</b>				
Stoqe dhe në proces:				
Lëndë të para dhe furnizime të tjera .....				
Në proces prodhimi (mallra e shërbime) (a) .....				
Produkte të ndërmjetme dhe të përfunduara .....				
Mallra .....				
Paradhënie dhe parapagime .....				
Kreditime (1)				
Kreditime klientëve Llogari bashkangjitur (b).....				
Të tjera .....				
Kapital i nënshkruar i thirrur, i paderdhur .....				
Vlera të luajtshme të investimit .....				
Aksione të vetat .....				
Tituj të tjerë .....				
Mjetet e disponueshme .....				
<b>LLOGARI TË RREGULLIMIT</b>				
Barrë të konstatuara që më parë (3) .....				
Gjithsej II.....	X	X	X	X
Barrë për t'i ndarë ndërmjet shumë ushtrimeve(III)	X			
Prime rimbursimi të obligacioneve (IV)	X			
Diferenca të konvertimeve Aktiv (V) .....	X			
<b>TOTALI I PËRGJITHSHËM (I+II+III+IV+V).....</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
(3) Ku dhe për më shumë se një vit .....				

(a) Të zërthehen, kur është rasti, ndërmjet mallrave nga njëra anë dhe shërbimeve nga ana tjetër.

(b) Kreditime që dalin nga shitjet ose dhënia hua e shërbimeve.

(c) Pikë që shërben drejtpërdrejt në rast se nuk ka riblerje nga ana e ndërmarrjes për aksionet e veta.



MODEL I BILANCIT TË SISTEMIT BAZË PASIV (BURIMI PKP 1982) (PËRPARA REGJISTRIMIT)		
PASIVI	Ushtrimi N	Ushtrimi N-1
<b>KAPITALE TË VETAT</b>		
Kapitali (ku dhe i derdhur ...) (a) .....		
Prime të nxjerrjeve, të shkrirjes, të kontributit .....		
Diferenca të rivlerësimit (b) .....		
Rezerva: .....		
Rezervë ligjore .....		
Rezerva statutore ose kontratore .....		
Rezerva të rregulluara .....		
Të tjera .....		
Rihedhje (c) .....		
Rezultati i ushtrimit (fitime ose humbje) (d) .....		
Subvencione investimi .....		
Rezerva të rregulluara .....		
Gjithsej I .....	X	X
<b>REZERVA PËR RREZIQE DHE BARRË</b>		
Rezerva për rreziqe .....		
Rezerva për barrë .....		
Gjithsej II .....	X	X
<b>BORXHE (1) (f)</b>		
Hua të detyrueshme të konvertueshme .....		
Hua të tjera të detyrueshme .....		
Hua dhe borxhe pas vendosjes së kredive (2) .....		
Hua dhe borxhe financiare të ndryshme .....		
Paradhënie dhe parapagime të marra me porosi në proces ...		
Borxhe furnizuesve dhe llogaritë bashkangjitur (e) .....		
Borxhe fiskale dhe të shoqërisë .....		
Borxhe për ngurtësimet dhe llogaritë bashkangjitur .....		
Borxhe të tjera .....		
<b>KONTO TË RREGULLIMIT (1)</b> Produkte të konstatuara që më parë .....		
Gjithsej III .....	X	X
Diferenca të konvertimit Pasiv (IV) .....	X	X
<b>TOTALI I PËRGJITHSHËM (I+II+III+IV)</b>	X	X
(1) Ku dhe mbi një vit .....		
Ku dhe më pak se një vit .....		
(2) Ku edhe ndihma bankare rrjedhëse dhe saldo kreditorësh të bankave ...		

(a) Përfshirë kapitalin e nënshkruar të pathirur.

(b) Të detajohet në përputhje me legjislacionin në fuqi.

(c) Madhësia në kllapa ose me shenjën (-) përpara kur është fjala për humbje të njoftuara.

(d) Madhësia në kllapa ose me shenjën (-) përpara kur është fjala për një humbje.

(e) Borxhe mbi blerjet ose dhënien e shërbimeve.

(f) Me përjashtim, për zbatimin e (1), të paradhënieve e parapagimeve të marra me porosi në proces.

MODEL I BILANCIT TË SISTEMIT BAZË PASIV (BURIMI PKP 1982) (PAS REGJISTRIMIT)		
PASIVI	Ushtrimi N	Ushtrimi N-1
<b>KAPITALE TË VETAT</b>		
Kapitali (ku dhe i derdhur ...) (a) .....		
Prime të emetimit, të shkrijes, të kontributit .....		
Diferenca të rivlerësimit (b) .....		
Rezerva: .....		
Rezervë ligjore .....		
Rezerva statutore ose kontratore .....		
Rezerva të rregulluara .....		
Të tjera .....		
Rihedhje (c) .....		
Nën-total: gjendja neto ....	X	X
Subvencione investimi .....		
Rezerva të rregulluara .....		
Gjithsej I .....	X	X
<b>REZERVA PËR RREZIQE DHE BARRË</b>		
Rezerva për rreziqe .....		
Rezerva për barrë .....		
Gjithsej II .....	X	X
<b>BORXHE (1) (d)</b>		
Hua të detyrueshme të konvertueshme .....		
Hua të tjera të detyrueshme .....		
Hua dhe borxhe pas vendosjes së kredive (2) .....		
Hua dhe borxhe financiare të ndryshme .....		
Paradhënie dhe parapagime të marra me porosi në proces .....		
Borxhe furnizuesve dhe llogaritë bashkangjitur (e) .....		
Borxhe fiskale dhe të shoqërisë .....		
Borxhe për ngurtësimet dhe llogaritë bashkangjitur .....		
Borxhe të tjera .....		
<b>KONTO TË RREGULLIMIT (1)</b>		
Produkte të konstatuara që më parë .....		
Gjithsej III .....	X	X
Diferenca të konvertimit Pasiv (IV) .....	X	X
<b>TOTALI I PËRGJITHSHËM (I+II+III+IV)</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
(1) Ku dhe mbi një vit .....		
Ku dhe më pak se një vit .....		
(2) Ku dhe ndihma bankare rrjedhëse dhe saldo kreditorësh të bankave .....		

(a) Përfshirë kapitalin e nënshkruar të pathirrur.

(b) Të detajohet në përputhje me legjislacionin në fuqi.

(c) Madhësia në kllapa ose me shenjën (-) përpara kur është fjala për humbje të njoftuara.

(d) Borxhe mbi blerjet ose dhënien e shërbimeve.

(e) Me përjashtim, për zbatimin e (1), të paradhënieve e parapagimeve të marra me porosi në proces.

MODEL I LLOGARISË SË REZULTATIT NË LISTËN E SISTEMIT BAZË (BURIMI PKP 1982)		
	Ushtrimi N	Ushtrimi N-1
<b>Produkte të shfrytëzimit</b>		
Shitje të mallrave tregtare .....		
Prodhim i shitur (mallra e shërbime) (a) .....		
Madhësia neto e shifrës së xhiros (b) .....	X	X
ku për eksportimin: _____		
Prodhim i vënë stok (c) .....		
Prodhim i ngurtësuar .....		
Subvencione shfrytëzimi .....		
Tërheqje nga rezervat (e amortizimet), transferta të barrëve .....		
Produkte të tjera .....		
Gjithsej I .....	X	X
<b>Barrë të shfrytëzimit</b>		
Blerje mallrash (d) .....		
Luhatje të stokut (e) .....		
Blerje lëndësh të para dhe furnizimesh të tjera (d) .....		
Luhatje të stokut (e)		
Blerje të tjera dhe barrë të jashtme* .....		
Tatime, taksa e derdhje të njëvlershme .....		
Rroga dhe trajtime .....		
Barrë të shoqërisë .....		
Dotacione për amortizimet dhe rezervat .....		
Mbi kapitalet e ngurtësuara: dotacione për amortizime .....		
Mbi kapitalet e ngurtësuara: dotacione për rezerva .....		
Mbi aktivin qarkullues: dotacione për rezerva .....		
Për rreziqe e barrë: dotacione për rezerva .....		
Gjithsej II .....	X	X
<b>. REZULTATI I SHFRYTËZIMIT (I-II)</b> ± X		
<b>Pjesa kuotë e rezultatit mbi operacionet e bëra së bashku:</b>		
Fitime ose humbje të transferuara III .....	X	X
Humbje ose fitime të transferuara IV .....	X	X
(1) Ku dhe produktet përkatëse të ushtrimeve të mëparshme .....		
(2) Ku dhe barrët përkatëse të ushtrimeve të mëparshme...		

(a) Nëse del rasti, të përfshihen në linja të dalluara.

(b) Khs. Terminologjia, f. 22 dhe Dispozita të veçanta, f. 215.

(c) Stoku fundor minus stoku fillestar: madhësia e variacionit me heqje ndër kllapa ose paraprirë prej shenjës (-).

(d) Përfshirë edhe të drejtat e doganës.

(e) Stoku fillestar minus stoku fundor: madhësia e variacionit me heqje ndër kllapa ose paraprirë prej shenjës (-).



MODEL I LLOGARISË SË REZULTATIT NË LISTËN E SISTEMIT BAZË (BURIMI PKP 1982)		
	Ushtrimi N	Ushtrimi N-1
<b>Produkte financiare</b>		
Të pjesëmarrjes (3) .....		
Të vlerave të tjera të luajtshme dhe kreditimeve të aktivit të ngurtësuar (3).....		
Interesa të tjerë dhe produkte të njëvlershme (3) .....		
Tërheqje nga rezervat dhe transfertat të barrëve .....		
Diferenca pozitive të këmbimit .....		
Produkte neto mbi cedimin e vlerave të luajtshme të investimit		
Gjithsej V .....		
<b>Barrë financiare</b>		
Dotacione për amortizimet dhe rezervat .....		
Interesa dhe barrë të njëvlershme .....		
Diferenca negative të këmbimit .....		
Barrë neto mbi cedimet e vlerave të luajtshme të investimit .....		
Gjithsej VI .....	X	X
<b>2. REZULTATI FINANCIAR (V-VI) .....± X</b>		
<b>2. REZULTATI RRJEDHËS para tatimeve (I-II+III-IV+V-VI).... ±X</b>		
<b>Produkte të jashtëzakonshme:</b>		
Mbi operacionin e menaxhimit .....		
Mbi operacionin në kapital .....		
Tërheqje mbi rezervat dhe transfertat e barrëve.....		
Gjithsej VII .....	X	X
<b>Barrë të jashtëzakonshme:</b>		
Mbi operacionin e menaxhimit .....		
Mbi operacionin në kapital .....		
Dotacione mbi rezervat dhe amortizimet .....		
Gjithsej VIII .....	X	X
<b>2. REZULTAT I JASHTËZAKONSHËM (VII-VIII) ..... ± X</b>		
<b>Pjesëmarrje e punonjësve në frytet e zgjerimit IX</b>	X	X
<b>Tatime mbi fitimet X</b> .....	X	X
Gjithsej produkte (I+III+V+VII).....	X	X
Gjithsej barrë (II+IV+VI+VIII+IX+X).....	X	X
Fitime ose humbje .....	X	X
* Duke përfshirë:		
- detyrime me afat të qiradhënies së pasurive të luajtshme _____		
- detyrime me afat të qiradhënies së pasurive të paluajtshme _____		
(3) Ku edhe produktet që kanë të bëjnë me ndërmarrjet e lidhura .....		
(4) Ku edhe tatimet që kanë të bëjnë me ndërmarrjet e lidhura .....		

N.B. – Përveç rezultatit të jashtëzakonshëm përpara tatimeve, të cilat shoqëritë me kapital duhet ta bëjnë të dalë, ndërmarrjet kanë të drejtën të bëjnë që të dalin veçan rezultat i shfrytëzimit dhe rezultati financiar. Fitimi ose humbja atëherë del nga shuma algjebrike e rezultateve rrjedhëse dhe të jashtëzakonshme (3+4) dhe të barrëve IX e X.

TABELA E SALDOVE TË NDERMJETME TË MENAXHIMIT (BURIMI PKP 1982)

Produkte (kolona 1)	Barre (kolona 2)	Saldo të ndërmjetme të ushtrimeve (kolona 1 – kolona 2)	N	N-1
Shitje të mallrave .....	Kostoja e blerjes së mallrave të shitura	<b>Marzhi tregtar</b> .....		
Prodhim i shitur .....	ose heqja nga stoku e prodhimit (1)	<b>Prodhim i ushtrimit</b> .....		
Prodhim i venë stok .....	Gjithsej .....	<b>Vlera e shtuar</b> .....		
Prodhim i ngurtësuar .....	Konsumim i ushtrimit me prejardhje nga të tretë .....	<b>Teprica bruto (ose mungesa bruto) të shfrytëzimit</b> .....		
Gjithsej .....	Tatimet, taksat e derdhje të njëvlershme (2) Barre të personelit .....	<b>Rezultati i shfrytëzimit (fitime a humbje)</b>		
<b>Prodhim i ushtrimit</b>	Gjithsej .....	<b>Rezultat rrjedhës para tatimeve (fitime a humbje)</b> .....		
<b>Marzhi tregtar</b>	ose <b>Mungesa bruto e shfrytëzimit</b> .....	Rezultati i ushtrimit (fitim a humbje (3))		
Gjithsej .....	Dotacione për amortizimet dhe rezervat Barre të tjera .....	Mbivlera dhe nënvlera mbi cedimet e elementëve aktive .....		
<b>Vlera e shtuar</b>	Gjithsej .....			
Subvencion i shfrytëzimit .....	ose <b>Mungesa bruto e shfrytëzimit</b> .....			
Gjithsej .....	Dotacione për amortizimet dhe rezervat Barre të tjera .....			
<b>Teprica bruto e shfrytëzimit</b>	Gjithsej .....			
Tërheqjet mbi barrët e transfertat e barëve	ose <b>Rezultati i shfrytëzimit</b> .....			
Produkte të tjera .....	ose Pjesët kuotë të rezultatit mbi shfrytëzimin të bera së bashku .....			
Gjithsej .....	Barre financiare .....			
Produkte të jashtëzakonshme .....	Gjithsej .....			
<b>Rezultati i shfrytëzimeve</b>	Barre të jashtëzakonshme .....			
Pjesët kuotë të rezultatit mbi operacionin të bera së bashku .....	ose <b>Rezultati rrjedhës përpara ta timeve</b> ..			
Produkte financiare .....	ose <b>Rezultati i jashtëzakonshëm</b> .....			
Gjithsej .....	Pjesëmarrja e punonjësve .....			
Produkte të jashtëzakonshme .....	tatimet mbi fitimet .....			
<b>Rezultati rrjedhës para tatimeve</b> .....	Gjithsej .....			
<b>Rezultati i jashtëzakonshëm</b> .....	Vlera kontabile e elementëve të ceduar ..			
Gjithsej .....				
Produkte të cedimeve të elementëve aktivi				

(1) Me zbritje të prodhimeve në llogarinë e rezultatit

(2) Për njësimin e vlerës së shtuar, bëhen të ngjashme me konsumimet e jashtme, tatime t e tërthorta me natyrë të veçantë të shkruara në llogarinë 635 "tatime, taksa e derdhje të ngjashme" dhe që paguhen kur vihen në konsum pasuritë e tatueshme

(3) Qoftë totali i përgjithshëm i produkteve - totali i përgjithshëm i barëve.





## KREU 2

### EKUILIBRI FINANCIAR STATIK

#### FONDET E QARKULLIMIT – NEVOJAT PËR FONDE QARKULLIMI – KAPITALI I DISPONUESHËM

Shtrengesa më e madhe financiare, me të cilën përballlet vazhdimisht ndërmarrja, është ajo e aftësisë paguese: ndërmarrja gjithmonë duhet të jetë në gjendje t'i përballojë afatpagesat e veta, domethënë të sigurojë shlyerjen e borxheve kur shfaqet kërkueshmëria e tyre.

Ekulibri financiar është një kërkesë e domosdoshme absolute, së cilës ndërmarrja nuk mund t'i shmanget. Në periudhën e parë veprojnë disa vështirësi shlyerjesh të rastit, që e keqësojnë imazhin e ndërmarrjes dhe më shpesh ato shkaktohen nga kushtet e kreditit me më pak leverdi. Vazhdimësia e çekuilibrit financiar me kohë vë në pikëpyetje kushtet e funksionimit dhe, në rastet më të rënda, vijimin e vetë ndërmarrjes.

Nuk ndodh detyrimisht që të ketë sinkronizim të përsosur ndërmjet strukturës në një afat të likuiditetit të aktivit me kërkueshmërinë e pasivit. Njihet cili është procesi i shndërrimit të elementëve të aktivit qarkullues në likuiditete përgjatë ciklit të shfrytëzimit: stoqet shndërrohen në kreditime klientëve me rastin e shitjeve, kreditimet kthehen në likuiditete me shlyerjen e klientëve, likuiditetet mundësojnë shlyerjen e borxheve që bëhen të kërkueshme.

Por likuiditeti i aktivit dhe kërkueshmëria e pasivit nuk përputhen me përsosuri. Veç kësaj, ndërsa kërkueshmëria e borxheve gjithmonë është e sigurtë, likuiditeti i aktiveve qarkulluese është më i pasigurtë, sepse u nënshtrohet rasteve të paparashikuara ose incidenteve, të tilla si shitja me humbje e produkteve stok, vonesa ose mosshlyerja nga ana e klientëve. Për këtë arsye kurdoherë është i nevojshëm një marzh sigurie financiare për të garantuar aftësinë paguese të ndërmarrjes. Ky marzh sigurimi janë fondet e qarkullimit.

Analiza statike e ekulibrit financiar është pasuruar me dy nocione të tjera: nevojat për fonde qarkullimi dhe kapitali i disponueshëm. Në të vërtetë analiza është statike, meqë mbështetet tërësisht vetëm te bilanci, një dokument që jep një pamje të ndërmarrjes në një moment të dhënë. A mos janë vjetruar tashmë këto nocione? Kjo çështje ka qenë subjekt i polemikave mjaft të ashpra. Në të vërtetë këto koncepte janë nga më të dobishmet për analizën, por gjithashtu janë të pamjaftueshme për një diagnozë të plotë.

Plani i këtij kreu është si më poshtë:

Seksioni I	:	Fondi i qarkullimit.
Seksioni II	:	Nevoja për fond qarkullimi.
Seksioni III	:	Kapitali i disponueshëm.
Seksioni IV	:	Vërejtje mbi nocionet e FQ-NFQ dhe kapitalin e disponueshëm.



## SEKSIONI I: FONDI I QARKULLIMIT

Fondi i qarkullimit është një prej koncepteve më të vjetra të financës; po është dhe një nga më të njollosurit.

P. Conso dhe R. Lavaud kanë numëruar jo më pak se njëzet cilësime, që janë zbatuar për fondin e qarkullimit, e megjithatë me këtë nuk është shteruar çështja.<sup>1</sup>

### I. PËRKUFIZIMI DHE NJEHSIMI

Përkufizimi i fondit të qarkullimit që do të mbajmë është ai i pranuar më përgjithësisht, dhe gjithashtu është ai që paraqet edhe më shumë interes për analizën.

**Fondi i Qarkullimit është teprica e kapitaleve të përhershme mbi aktivin e ngurtësuar neto.**

FQ {	Aktivi të ngurtësuar neto	Kapitalet E përhershme
	Aktivi Qarkullues	Borxhe Afatshkurtra

Duke mbajtur parasysh barazinë ndërmjet aktivit dhe pasivit, fondi i qarkullimit njehsohet pavarësisht nga pjesa e sipërme ose e poshtme e bilancit.

FQ {	Aktivi I ngurtësuar neto	Kapitalet E përhershme

Sipas pjesës së sipërme të bilancit, fondi i qarkullimit paraqet pjesën e kapitaleve të përhershme të regjistruara në financimin e aktivit qarkullues.

FQ {	Aktivi	
	Qarkullues	Borxhe Afatshkurtra

Tërthorazi nëpërmjet bilancit, fondi i qarkullimit përfaqëson tepricën e aktiveve për më pak se një vit mbi borxhet e kërkueshme për më pak se një vit.

Fondi i qarkullimit nuk mund të njehsohet më drejtpërdrejt duke u nisur nga bilanci, siç ishte rasti para planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982. Tashmë ritrajtimi paraprak i bilancit kontabël është i domosdoshëm.<sup>2</sup> Për më tepër, ai njehsohet duke u nisur nga një bilanc përpara shpërndarjes.

Fondi i qarkullimit përbën një marzh sigurie financiare për ndërmarrjen. Kërkesat e rrepta financiare e bëjnë të detyrueshme që financimet e punëve afatgjata të bëhen nëpërmjet burimeve afatgjata. Kjo dogmë respektohet mirë

<sup>1</sup> Conso P. dhe Lavaud R., *Fonds de roulement et politique financière*, Dunod, Paris (1978).

<sup>2</sup> Khs. Kreu I, f. 64 e vij.



për sipërmarrjet që kanë një fond qarkullimi pozitiv: punët vërtet financohen prej burimesh afatgjata dhe, nga rritja, një pjesë e aktivit qarkullues financohet prej burimeve të qëndrueshme, që përbën fondin e qarkullimit. Fondi i qarkullimit përfaqëson mirë një marzh sigurie për ndërmarrjen.

Nganjëherë fondin e qarkullimit ndahet në fondin e qarkullimit të mirëfilltë dhe fondin e qarkullimit të huaj.

**FONDI I QARKULLIMIT I MIRËFILLTË =  
KAPITALET E VETA – AKTIVI NETO I NGURTËSUAR**

ose edhe, sepse:

**KAPITALET E PËRHERSHME =  
KAPITALET E VETA + BORXHET AFATMESME DHE AFATGJATA**

**FONDI I QARKULLIMIT I MIRËFILLTË =  
FONDI I QARKULLIMIT + BORXHET AFATMESME DHE AFATGJATA**

Fondi i qarkullimit i mirëfilltë mat tepriçën ose deficitin e kapitaleve të veta mbi aktivin e ngurtësuar neto.

## 2. ZBATIM

Bilanci i përmbledhur i shoqërisë JETPLUS paraqitet si më poshtë:

AKTIVI		PASIVI	
Kapitalet e ngurtësuar të atropëzuara	500	Kapitali i shoqërisë	10000
Kapitalet e ngurtësuar të trupëzuara	25000	Rezervat	3000
Kapitalet e ngurtësuar financiare	5000	Rihedhja	2500
<b>AKTIVI I NGURTËSUAR</b>	<b>30500</b>	Rezervat e natyrës për ruajtje (borxhe fiskale të fshehta)	1200
Stoqe dhe në proces	17500	Rezerva për rreziqe dhe barrë (më shumë se një vit)	5000
Klientë në proces (përfshirë dhe EENE)	12500	<b>KAPITALE TË VETAT</b>	<b>21700</b>
Kreditime të tjera të shfrytëzimit	7500	Hua dhe borxhe pas ngritjes së kredisë (>1 vit)	14500
Kreditime jashtë shfrytëzimit rrjedhës	2500	Furnizues në proces	9700
Vlera të luajtshme investimi	500	Borxhe të tjera shfrytëzimi rrjedhës	8300
Të disponueshme	1000	Borxhe jashtë shfrytëzimit rrjedhës	5200
		Ndihma bankare rrjedhëse.	12600
<b>GJITHSEJ AKTIV</b>	<b>72000</b>	<b>GJITHSEJ PASIV</b>	<b>72000</b>

Fondi i qarkullimit i shoqërisë është i barabartë me:

Kapitale të vetat:	21 700
+ Borxhe afatmesme e afatgjata për më shumë se një vit:	14 500
- Aktivi i ngurtësuar neto:	<u>30 500</u>
	5 700

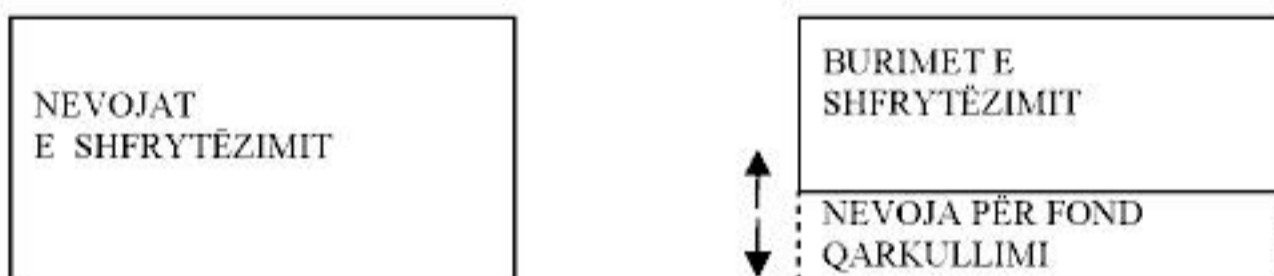
## SEKSIONI II: NEVOJA PËR FONDE QARKULLIMI

### I. PËRKUFIZIMI DHE NJEHSIMI

Për të ushtruar veprimtarinë e vet, ndërmarrjes i duhet të mobilizojë burimet e nevojshme për të mbajtur disa aktive qarkulluese, të tilla si: stoqet, kreditimet klientëve, paradhënie furnizuesve... Mbajtja e këtyre aktiveve përfaqëson nevojat e financimit.

Veç kësaj, shfrytëzimi përfton burime ciklike, të tilla si kreditë furnizuesve, paradhëniet dhe parapagimet klientëve... Këto janë burime financimi.

Saldoja ndërmjet punëve dhe burimeve ciklike përbën nevojën për fond qarkullimi, një shprehje e nevojës së financimit e lidhur posaçërisht me shfrytëzimin rrjedhës.



Nevoja për fonde qarkullimi ndryshon vazhdimisht. Në vijimësi, nevojat dhe burimet ciklike zhduken bashkë me shlyerjet e marra prej klientëve, shlyerjet e bëra furnizuesve, pagesat e paradhëniesve e parapagimeve ...; por nevojat e burimet përtërihen po ashtu vazhdimisht me kreditime të reja, me borxhe të reja...

Analiza e nevojës për fond qarkullimi mund të përpikësohet, duke bërë dallimin ndërmjet nevojave të fondit të qarkullimit për shfrytëzimin (NFQS) dhe nevojave për fond qarkullimi jashtë shfrytëzimit (NFQJS).

Në njehsimin e NFQS ndërhyjnë vetëm përbërësit e veprimtarisë rrjedhëse të ndërmarrjes; operacionet jashtë shfrytëzimit ose jodiclike grupohen te NFQJS.

NFQS	Stoqe dhe në proces Paradhënie dhe parapagime me porosi Kreditime klientëve Kreditime të tjera të shfrytëzimit Barrë të konstatuara që më parë të lidhura me shfrytëzimin	Pardhënie dhe parapagime të marra me porosi Borxhe furnizuesve Borxhe të tjera të shfrytëzimit Produkte të konstatuara që më parë të lidhura me shfrytëzimin
NFQJS	Debitorë të tjerë Barrë të konstatuara që më parë jashtë shfrytëzimit	Kreditues të tjerë Produkte të konstatuara që më parë jashtë shfrytëzimit

Ndërmarrjet industriale përgjithësisht kanë nevojë për një fond qarkullimi pozitiv. Veprimtaria e tyre rrjedhëse përfton një nevojë neto për financim. Anasjelltas, ndërmarrjet e shpërndarjes i lirojnë burimet e pastra të fina-

ncimit. Nevoja e tyre për fonde qarkullimi është negative: klientët shlyejnë me para, ndërsa furnizuesit shohin se u imponohen vonesa të shlyerjeve të gjata, mbi ritmin e qarkullimit të stoqeve. Stoqet financohen prej furnizuesve.

## 2. ZBATIM

Nevoja për fond qarkullimi e shoqërisë JETPLUS është e barabartë me:

• Nevoja për fond qarkullimi:

- stoqe dhe në process	17 500	] 40 000
- klientë në process	12 500	
- kreditime të tjera të shfrytëzimit	7 500	
- kreditime jashtë shfrytëzimit rrjedhës	2 500	

• Burime në fonde qarkullimi:

- furnizues në process	9 700	] 23 200
- borxhe të tjera shfrytëzimi rrjedhës	8 300	
- borxhe jashtë shfrytëzimit rrjedhës	5 200	

Nevoja për fond qarkullimi është prej:  $40\,000 - 23\,000 = 16\,800$

Ajo zëbërthehet në nevojën për fond qarkullimi të shfrytëzimit:

$37\,500 - 18\,000 = 19\,500$

dhe në nevojën për fond qarkullimi jashtë shfrytëzimit:

$2\,500 - 5\,200 = 2\,700$ .



## SEKSIONI III: Kapitali i disponueshëm

### 1. PËRKUFIZIMI DHE NJEHSIMI

Kapitali i disponueshëm i ndërmarrjes është i barabartë me diferencën ndërmjet të disponueshmeve dhe ndihmave financiare afatshkurtra, domethënë ndërmjet punëve dhe burimeve financiare afatshkurtra.

Vlera të luajtshme investimi	Borxhe financiare afatshkurtra
Bankat (saldot e debitorëve)	Bankat (saldot e kreditorëve)
Arka	Ndihmat bankare rrjedhëse

Kapitali i disponueshëm është pozitiv atëherë kur të disponueshmet janë më të mëdha sesa ndihmat bankare rrjedhëse; dhe është negativ në rastin e kundërt.

### 2. ZBATIM

Kapitali i disponueshëm i shoqërisë JETPLUS është:

- Përdorime të kapitalit të disponueshëm
 

- Vlera të luajtshme investimi	500
- Të disponueshme	1500
  - Burime të kapitalit të disponueshëm:
 

- Ndihma bankare rrjedhëse, EENE	12 600
----------------------------------	--------
- Kapitali i disponueshëm është negativ për:  $1\ 500 - 12\ 600 = 11\ 100$

### 3. RELACIONI THEMELOR I KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Marrëdhënia themelore e kapitalit të disponueshëm është një relacion kontabël, i cili lidh nocionet e fondit të qarkullimit, nevojë për fond qarkullimi dhe kapitalin e disponueshëm.

Ai shprehet kështu:  $T = FQ - NFQ$

Identiteti gjithnjë verifikohet, sepse ai lidh përbërësit e ndryshëm të bilancit dhe meqë aktivi e pasivi kurdoherë janë të barabartë.

Do të vëmë re se relacioni vërtetohet në rastin e shoqërisë JETPLUS:  
 $- 11\ 100 = 5\ 700 - 16\ 800$

Relacioni nxjerr në dukje, që kur  $FQ > NFQ$ , domethënë kur  $FQ$  mbulon nevojat e financimit të shfrytëzimit, kapitali i disponueshëm është pozitiv.

$$FQ > NFQ \rightarrow T > 0$$

Në rast të kundërt,

$$FQ < NFQ \rightarrow T < 0$$

Nocioni i kapitalit të disponueshëm të njehsuar duke u nisur nga bilanci është tepër i ngushtë, sepse nuk na jep të dhëna të vërteta për aftësinë e ndërmarrjes që të përballojë afatpagesat e veta. Kështu, ato që kanë linja kreditesh ende të papërdorura pranë bankave të tyre përfitojnë nga ky fakt për një marzh sigurie, për një “kapital të disponueshëm potencial”, i cili mund të mobilizohet menjëherë, që nuk e kap koncepti i kapitalit të disponueshëm.

Kapitali i disponueshëm potencial përbëhet prej kapitalit të disponueshëm të rritur prej kredive të disponueshme, të papërdorura pranë bankave, si dhe, kur paraqitet rasti, prej kredive të papërdorura pranë furnizuesve, kur është e mundshme shlyerja alternative me para-shlyerje me aftapagesë.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Pilverdier Latreyte J., *Finance d'entreprise*, Economica, f. 85.

## SEKSIONI IV: VËREJTJE PËR NOCIONET E FQ-NFQ DHE KAPITALIN E DISPONUESHËM

Nocionet e FQ, NFQ dhe të kapitalit të disponueshëm përbëjnë tregues globalë të analizës së ekuilibrit financiar të ndërmarrjes, që përdoren gjerësisht prej analistëve, në veçanti nëpër bankat, për të cilat aftësia paguese e ndërmarrjes mbetet një kriter parësor për vendimet.

Por këto nocione gjithashtu përbëjnë një objekt për pikëpyetje të rëndësishme. Kritikkat kryesore përqendrohen te karakteri i tyre statik, te përkatësia e FQ si tregues i aftësisë paguese në atë shkallë që niveli i tij optimal është e vështirë të vlerësohet, si dhe te lidhja e tij me kapitalin e disponueshëm të ndërmarrjes.

Dogma e FQ pozitiv si kusht i domosdoshëm dhe i mjaftueshëm për ekuilibrin financiar tashmë është vjetruar. Praktika na mëson se ndërmarrjet mundën vetë ta sigurojnë aftësinë e tyre paguese me një FQ të dobët, madje dhe negativ, ndërsa disa të tjera ndeshin vështirësi edhe me FQ më të mëdha. Niveli i FQ është në funksion të ndërmarrjes, të sektorit të saj të veprimtarisë, të nevojave të saj për financim. Veç këtyre, e si mund të përcaktohet një normë në çështjen e FQ?

FQ mbetet një tregues sintetik, por nuk merr parasysh as shkallën e likuiditetit të aktivitetit qarkullues dhe shkallën e kërkueshmërisë së borxheve afatshkurtra, as veçantinë e nevojave të lidhura me shfrytëzimin. Kjo ndodh sepse analiza duhet të plotësohet me atë të NFQ dhe atë të kapitalit të disponueshëm.

Relacioni themelor i kapitalit të disponueshëm, siç e pamë, na tregon se po të jetë FQ më i madh sesa NFQ, kapitali i disponueshëm është pozitiv. Një kapital i disponueshëm pozitiv garanton a priori aftësinë paguese të ndërmarrjes, sepse ajo përfiton nga të disponueshmet që i mundësojnë të përballojë afatpagesat që do të vijnë. Nëse për arsye të afatpagesave të mëdha, do të ndodhte një zhvendosje e përpiktë e kapitalit të disponueshëm, ndërmarrja ka shumë të ngjarë që nuk do të kishte vështirësi të mëdha për të biseduar për ndihmat pranë bankave të veta.

Megjithatë, një kapital i disponueshëm pozitiv po ashtu fare mirë mund të fshihte një gjendje shqetësuese në fund. Për çfarë arsyesh ndërmarrja grumbullon burime të kapitalit të disponueshëm? Nëse arsyeja vjen nga mungesa e dinamizmit, nga një paaftësi kronike për të investuar, në këtë rast kapitali i disponueshëm pozitiv është përkthim i një mungese të frytshmërisë në përdorimin e aktiveve dhe një shenjë përpara se të dalin problemet e ardhme.

Por kapitali i disponueshëm gjithashtu mund të jetë krijuar gjatë pritjes së realizimit të investimeve të rëndësishme, të tilla, për shembull, si blerjet e mëdha.

Një FQ negativ dhe një kapital i disponueshëm negativ duan të thonë se financimi i ndërmarrjes është siguruar nëpërmjet ndihmave bankare. Kjo gjendje nuk është kurdoherë shqetësuese. Një numër ndërmarrjesh franceze u janë drejtuar kredive bankare afatshkurtra për të siguruar kapitalet e tyre të disponueshme, e megjithatë aftësia e tyre paguese është e kënaqshme.



Vijimësia e disa ndihmave bankare afatshkurtra veç kësaj, mund të çojë te ritrajtimi i tyre në borxhe afatshkurtra ... e gjithashtu të shtojë FQ ... (Në fakt, borxhet afatmesme rimbursohen, kurse borxhet afatshkurtra përtërihen... ). Ndërmarrja në gjendje varësie përballë bankave të saj mund të humbasë një pjesë të autonomisë së vet. Mbajtja më këmbë është përtëritja e ndihmave bankare, që kushtëzon aftësinë e saj për të respektuar afatpagesat. Sa më i madh është borxhi bankar, aq më shumë ndërmarrja varet prej bankave. Për më tepër, për ndihmat afatshkurtra ajo është e zbuluar kundrejt rrezikut të taksave.

Evoluimi i FQ dhe i NFQ, sidomos në rast përkeqësimi, duhet të bëhen objekt i një analize të vëmendshme. Cilat janë burimet e uljes së FQ, e shtimit të NFQ? Pakësimi i FQ mund të vijë nga një rritje e kapitaleve të ngurtësuara neto, të financuara panjaftueshmërisht nga kapitalet e përhershme ose nga një ulje e kapitaleve të përhershme. Rritja e NFQ mund të shkaktohet nga një rritje e stoqeve, nga llogaritë e klientëve, nga një ulje e furnizuesve të lidhur me një kontratë veprimtarie, nga një humbje e aftësisë konkurruese, ose dhe nga një rënie e rentabilitetit.

Atëherë do të arrijmë në përfundim për dobinë e nocioneve të FQ, NFQ dhe të kapitalit të disponueshëm, por edhe për nevojën që të plotësohet diagnoza nëpërmjet instrumenteve të tjera të analizës statike, si norma, ose dinamike, si tabelat e fluksit, të punimeve-burime, të kapitalit të disponueshëm...

## KREU 3

### METODA E PËRPJESËTIMEVE

Përpjesëtimi është një raport ndërmjet dy pikave të bilancit dhe/ose të llogarisë së rezultatit, krahasim i cili vështrohet si me peshë për të arritur te një gjykim mbi gjendjen e ndërmarrjes.

Metoda e përpjesëtimeve, e përdorur gjerësisht prej analistëve të jashtëm, e konkretisht prej bankierëve, meqë mbështetet mbi bilancin dhe llogarinë e rezultatit, përbën një mjet të mirë të analizës së strukturës financiare, të drejtimit dhe të rentabilitetit.

I marrë i veçuar, një përpjesëtim praktikisht nuk ka asnjë domethënie. Analiza ia arrin qëllimit vetëm nëse bëhet për një varg ushtrimesh njëri pas tjetrit, në mënyrë që të gjenden evoluimet gjatë një periudhe mjaft të shtrirë.

Një nga anët me interes të kësaj metode janë krahasimet me përpjesëtimet e ndërmarrjeve që i përkasin së njëjtës degë veprimtarie, ose me mesataren e sektorit, në mënyrë që ndërmarrja të vihet në raport me vlerat e referimit.

Përpjesëtimet shprehen nëpërmjet përqindjes, qoftë nëpërmjet një numri që del nga një herës, qoftë së fundi në ditë ose në muaj. Ato njehsohen duke u nisur prej llogarive të ritrajuara dhe pas shpërndarjes.

Duke ndërthurur pikat ose grupet e pikave të bilancit dhe të llogarisë së rezultatit, është e mundur të gjenden më shumë se njëqind përpjesëtime të ndryshme, por jo të gjitha kanë po atë interes. Kështu, vetëm ato më domethënëset kemi mbajtur.<sup>1</sup> Këto i kemi klasifikuar në katër kategori, që përbëjnë objektin e 4 seksioneve të para:

- përpjesëtimet e strukturës ose të gjendjes,
- përpjesëtimet e sintezës ose të ekuilibrit financiar,
- përpjesëtimet e menaxhimit ose të qarkullimit,
- përpjesëtimet e rentabilitetit.

Një prej zbatimeve të analizës së përpjesëtimeve, metoda e pikëve, trajtohet në seksionin e pestë.

Plani i kreut 3 është si më poshtë:

Seksioni I	: Përpjesëtimet e strukturës ose të gjendjes.
Seksioni II	: Përpjesëtimet e sintezës ose të ekuilibrit financiar.
Seksioni III	: Përpjesëtimet e menaxhimit.
Seksioni IV	: Përpjesëtimet e rentabilitetit.
Seksioni V	: Metoda e pikëve.

<sup>1</sup> Për një paraqitje më të hollësishme, drejtoheni veprave, që u janë kushtuar tërësisht atyre, si: Gremillet A., *Le ratios et leur utilisation* në *Botimet e Organisation* 1978, Lavaud R. dhe Albaut J., *Ratios et gestion de l'entreprise*, Dunod...





# SEKSIONI I: PËRPPJESËTIMET E STRUKTURËS OSE TË GJENDJES

PËrppjesËtimet e strukturËs, tË caktuara pËr tË vlerËsuar strukturËn e bilancit, krahasojnË njË pikË ose njË grup pikash tË aktivit ose tË pasivit me totalin e bilancit.

## 1. PËRPPJESËTIMET E STRUKTURËS SË AKTIVIT

Struktura e aktivit nxirret nË dukje duke i vËnË nË raport me totalin e bilancit pikat e aktivit, tË grupuara nË masa tË mËdha.

$$a_1 = \frac{\text{Aktivi i ngurtËsuar}}{\text{Aktivi gjithsej}} \times 100 \quad a_2 = \frac{\text{Stoqet e nË proces}}{\text{Aktivi gjithsej}} \times 100$$

$$a_3 = \frac{\text{Kreditime} + \text{TË disponueshme} + \text{Llogari tË rregullimit}}{\text{Aktivi gjithsej}} \times 100$$

Totali i tre pËrppjesËtimeve ËshtË i barabartË me 100%:  $a_1 + a_2 + a_3 = 100\%$

Vlera e marrË sipas pËrppjesËtimeve tË strukturËs sË aktivit nË njË shkallË tË madhe kushtËzohet prej natyrËs dhe sektorit tË veprimtarisË, tË cilit i pËrket ndËrmarrja.

ËshtË e mundshme qË tË njehsohen pËrppjesËtime tË tjera, pËr shembull:

$$\frac{\text{NgurtËsime financiare}}{\text{Aktivi gjithsej}} \times 100$$

qË na jep politikËn e investimit financiar. Ky pËrppjesËtim ka veçanËrisht domethËnie nË shoqËritË aksionere financiare.

## 2. PËRPPJESËTIMET E STRUKTURËS SË PASIVIT

PËrppjesËtimet e strukturËs sË pasivit, tË pËrcaktuara nË mËnyrË tË njËjtË me ato tË aktivit, na mundËsojnË tË gjykojmË pËr politikËn e financimit tË ndËrmarrjes.

PËrppjesËtimet qË mbahen pËrgjithËsisht janË:

$$p_1 = \frac{\text{Kapitalet e veta}}{\text{Pasivi gjithsej}} \times 100 \quad p_2 = \frac{\text{Borxhet afatmesme e afatgjata}}{\text{Pasivi gjithsej}} \times 100$$

$$p_3 = \frac{\text{Borxhet afatshkurtra}}{\text{Pasivi gjithsej}} \times 100$$

PËrppjesËtimet e strukturËs mund tË paraqiten grafikisht nË formËn e histogrameve me shufra.

Aktivi	Kapitale të vetat 25 %
I ngurtësuar 55 %	Borxhe AM dhe AGJ 30 %
Stok dhe në proces 20 %	Borxhe ASH 45 %
Kreditime dhe kapitale të disponueshme 25 %	

Shuma e përpjesëtimeve  $p_1$  dhe  $p_2$  (ose  $100 - p_3$ ) na jep të dhëna për pjesën e kapitaleve të qëndrueshme, që marrin pjesë në financimin e ndërmarrjes. Përpjesëtimet  $p_1$  dhe  $p_2$  tregojnë përpjesën e kapitaleve të jashtme.

Struktura e kapitaleve të përhershme analizohet nëpërmjet përpjesëtimit të autonomisë financiare:

$$\frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Kapitale të përhershme}} \text{ ose edhe: } \frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Borxhe afatmesme dhe afatgjata}}$$

Teorikisht, sipas normave bankare të zakonshme, aftësia e hyrjes në borxh të ndërmarrjes nuk shteron për sa kohë:

$$\frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Kapitale të përhershme}} \text{ është më shumë se } 0,5 \%$$

$$\left( \text{ose më shumë se } 1 \text{ në rastin e përpjesëtimit: } \frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Borxhe afatgjata e afatmesme}} \right)$$

Me fjalë të tjera, sipas kësaj norme, bankat nuk janë të predispozuar që të japin një madhësi tjetër, veç asaj të barabartë me kapitalin e veta.

Fjalori financiar është pasuruar me një term të ri, “gearing” si raport i borxheve neto kundrejt kapitaleve të vetat. Ai vështrohet si i rrezikuar përtej 100 % deri në 120 %.

Një ndërmarrje që ka aftësi të hyrjes në borxh është në gjendje të favorshme; në rast nevojë ajo me lehtësi mund të marrë kredi afatgjata ose afatmesme.

Megjithatë, përpjesëtimet nuk marrin parasysh aftësinë e rimbursimit të huave të siguruar nëpërmjet aftësisë për vetëfinansim, të linuar nga ndërmarrja. Përgjithësisht huadhënësit e plotësojnë analizën me ndihmën e përpjesëtimit:<sup>1</sup>

$$\frac{\text{Borxhe afatmesme e afatgjata}}{\text{Aftësia e vetëfinansimit}} \text{ ku vlera duhet të jetë më poshtë se } 3.$$

Bankierët zakonisht i plotësojnë këto përpjesëtime në raportin Shpenzime financiare që normalisht duhet të jenë më poshtë se 3 %.

SHXHJT

Një ndërmarrje, aftësia e së cilës për të hyrë në borxh është zero, nuk ka më ndonjë marzh sigurie për të marrë hua të reja. Gjendja e saj është shqetësuese, veç nëse ka mundësinë të shtojë fondet e veta.

<sup>1</sup> C.A.F. shih Kreun 4, f. 115.

## SEKSIONI II: PËRPPJESËTIMET E SINTEZËS OSE TË EKUILIBRIT FINANCIAR

Këto përpjesëtime afrojnë elementët e aktivitetit dhe të pasivitetit, duke mundësuar të vlerësohet aftësia paguese dhe likuiditeti i ndërmarrjes.

Dalohen përpjesëtimet e financimit ose fondi i qarkullimit, dhe përpjesëtimet e kapitalit të disponueshëm.

### 1. PËRPPJESËTIMET E FINANCIMIT OSE FONDI I QARKULLIMIT

Përpjesëtimi  $\frac{\text{Kapitale të përhershme}}{\text{Aktiv i ngurtësuar neto}}$  na ndriçon mënyrën e financimit të

kapitaleve të ngurtësuar. Nëse vlera e përpjesëtimin është mbi 1, ndërmarrja financon tërësinë e kapitaleve të veta të ngurtësuara nëpërmjet burimeve të qëndrueshme dhe ka në dispozicion mbishitesën e një marzhi sigurie për të financuar aktivin qarkullues. Fondi i qarkullimit atëherë është pozitiv.

Është e mundur gjithashtu që të shprehet përpjesa e aktiveve të ngurtësuar të financuara nëpërmjet kapitaleve të veta, ose me terma të tjerë, pavarësia e ndërmarrjes në financimin e investimeve të veta:

$$\frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Aktiv i ngurtësuar neto}}$$

Krahasimi i fondit të qarkullimit me stoqet dhe në proces tregon shkallën e tyre të mbulimit nëpërmjet burimeve të qëndrueshme:

$$\frac{\text{Fondi i Qarkullimit}}{\text{Stoqet dhe në proces}}$$

### 2. PËRPPJESËTIMET E KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Përpjesëtimet e kapitalit të disponueshëm shprehin aftësinë paguese në afat të shkurtër, aftësinë për të përballuar afatpagesat me afat të shkurtër.

Përpjesëtimi i likuiditetit të përgjithshëm:  $\frac{\text{Aktivi qarkullues}}{\text{Borxhet afatshkurtra}}$  na sqaron përpjesën e aktivitetit qarkullues nëpërmjet burimeve afatshkurtra.

Duhet ta krahasojmë përpjesëtimin  $\frac{\text{Kapitale të vetat}}{\text{Borxhe afatshkurtra}}$ , një shprehje e fondit të qarkullimit nga pjesa e sipërme e bilancit, me përpjesëtimin e likui-



ditetit të përgjithshëm, që është shprehja e tij nga pjesa e poshtme. Nëse vlera e tij është më e lartë se 1, likuiditetet afatshkurtra janë më të mëdha sesa borxhet afatshkurtra, fondi i qarkullimit atëherë është pozitiv. Shpesh përdoren edhe dy përpjesëtime të tjera për analizën e kapitalit të disponueshëm:

- përpjesëtimi i kapitalit të disponueshëm:

$$\frac{\text{Kreditime} + \text{Kapitale të disponueshme}}{\text{Borxhe afatshkurtra}} \text{ tregon shkallën e mbulimit të}$$

borxheve afatshkurtra nga aktivet më likuide. Duhet vënë në dukje, se stoqet, elementë potencialë të likuiditeteve, por me shkallë të luhatshme, nuk figurojnë në numëruesin.

- përpjesëtimi i kapitalit të pranishëm:  $\frac{\text{Kapitale të disponueshme}}{\text{Borxhe afatshkurtra}}$  tregon

përpjesëtimin e borxheve afatshkurtra të mbuluara nga të disponueshmet dhe që në fakt mund të paguhen menjëherë.

Interpretimi i këtyre përpjesëtimeve duhet të bëhet me kujdes. Një kapital i disponueshëm i bollshëm është shenjë për aftësi pagese të mirë, me rezervën që nuk është fjala për burime të tepërta të keqpërdorura. Për më tepër, përpjesëtimi pasqyron një pozitë në një moment të caktuar, ndërsa nga vetë thelbi i tij kapitali i disponueshëm ndryshon vazhdimisht dhe mund të pësojë goditje të rënda.

## SEKSIONI III: PËRPPJESËTIMET E MENAXHIMIT

Këto përpjesëtime, të cilat nganjëherë cilësohen si përpjesëtime të qarkullimit, përcaktojnë ritmin e përtëritjes së disa pikave të bilancit dhe në veçanti stoqet, klientët e furnizuesit.

### 1. QARKULLIMI I STOQEVE

Përpjesëtimi i qarkullimit të stoqeve tregon numrin mesatar të qarkullimit të stokut gjatë ushtrimit: 
$$\frac{\text{Shifra e xhiros jashtë taksës}}{\text{Stoqe mesatare të mallrave}}$$

E anasjella e këtij përpjesëtimi: 
$$\frac{\text{Stoqe mesatare mallrash}}{\text{SHXHJT}} \times 360$$

na jep kohëzgjatjen mesatare të qëndrimi të stokut, të shprehur në ditë.

Metoda e vlerësimit të dy afateve të përpjesëtimin ka dallim, sepse shifra e xhiros njehsohet sipas çmimit të shitjes, rrjedhimisht përfshirë fitimi, ndërsa stoqet janë në çmime të kostos së vet. Kur është i disponueshëm informacioni, duke synuar homogjenitetin, më mirë mbahet kostoja e shitjeve:

$$\frac{\text{Kostoja e shitjeve}}{\text{Stoqet mesatare të mallrave}}$$

Stoku mesatar është i barabartë me të mesmen aritmetike të stokut fillestar dhe të stokut fundor.

Kohëzgjatja e qarkullimit të stoqeve lidhet me natyrën e veprimtarisë së ndërmarrjes, me politikën e saj tregtare dhe me menaxhimin. Stoqet përbëjnë një barrë financiare, prandaj duhet kufizuar niveli i tyre, gjithnjë duke respektuar kërkesat teknologjike dhe kërkesat tregtare.

Evoluimi i qarkullimit të stoqeve duhet të bëhet objekt i një vëmendjeje të veçantë. Në rast se koha zgjatet, duhet të kërkohen shkaqet: dobësi në menaxhimin e stoqeve, ulje e ritmit të shitjeve.... Krahasimi me ndërmarrjet e po atij sektori mundëson që të shihet ecuria e ndërmarrjes kundrejt normave të profesionit.

### 2. VONESAT NË MBULIMIN E KREDITIMEVE

Përpjesëtimi shpreh në numër ditësh të shifrës së xhiros kohëzgjatjen mesatare të kredisë së dhënë klientëve; ai varet prej politikës që bën ndërmarrja për kredinë klientëve:

$$\frac{\text{Kreditime klientëve dhe llogaritë bashkangjitur} + \text{Çeqe të skontuaratë pandalura}}{\text{SHXH TTC}} \times 360$$

Numëruesi përfshin llogaritë e klientëve, çeqet që duhen marrë dhe çeqet e skontuara ende të pandalura. Duke synuar që të kemi homogjenitet, me numëruesin zakonisht të shprehur në T.T.C., është më mirë që taksat të përfshihen në shitjet.

### 3. VONESAT E SHLYERJES SË FURNIZUESVE

Përpjesëtimi shpreh kohëzgjatjen mesatare të kredisë së dhënë nga furnizuesit:

$$\frac{\text{Borxhet furnizuesve dhe llogaritë bashkangjitur}}{\text{Blerjet TTC}}$$

### 4. QARKULLIMI I KAPITALIT

$$\text{Përpjesëtimet: } \frac{\text{SHXHJT}}{\text{Aktivi gjithsej}} \text{ dhe } \frac{\text{SHXHJT}}{\text{Kapitale të vetat}}$$

shprehin rëndësinë e shifrës së xhiros të realizuar në raport me kapitalet e zëna në punë dhe kapitalet e veta. Është me interes të dihet se çfarë pozite ka ndërmarrja kundrejt mesatares së sektorit. Nëse është poshtë saj, kjo do të thotë se shifra e xhiros (SHXH) së saj është mjaft e ulët kundrejt kapitaleve të vëna në punë dhe se duhet ose të shtojë shitjet, ose të pakësojë kapitalet e vëna në punë.



## SEKSIONI IV: PËRPPJESËTIMET E RENTABILITETIT

PËrppjesËtimet e rentabilitetit pËrfaqasin njË tregues tË ecurisË ose tË rezultatit me shifrËn e xhiros ose mË mirË me mjetet e vËna nË punË me qËllim qË tË çmohet aftËsia e ndËrmarrjes pËr tË nxjerrË rezultate, ose me fjalË tË tjera, pËr rentabilitetin e saj.

### 1. RENTABILITETI I SHFRYTËZIMIT

KËto pËrppjesËtime e lidhin shifrËn e xhiros me njË tregues tË rezultatit, tË dalË nga tabela e saldove tË ndËrmjetme tË menaxhimit, me qËllim qË tË çmohet rentabiliteti i shfrytËzimit, i cili po ashtu mund tË quhet shkalla e fitimit.

PËrppjesËtimet e mËposhtme mund tË pËrkufizohen kËshtu:

$\frac{\text{Marzhi tregtar}}{\text{SHXHJT}}$	$\frac{\text{Vlera e shtuar}}{\text{SHXHJT}}$
$\frac{\text{TBS}}{\text{SHXHJT}}$	$\frac{\text{Rezultati rrjedhËs}}{\text{SHXHJT}}$
$\frac{\text{Marzhi tregtar}}{\text{SHXHJT}}$	

Evoluimi i kËtyre pËrppjesËtimeve dhe krahasimi i tyre me ndËrmarrjet e po atij sektori mundËson qË tË ndiqet evoluimi i prodhimtarisË sË ndËrmarrjes, si edhe pozita e saj kundrejt konkurrentËve.

### 2. RENTABILITETI EKONOMIK

Rentabiliteti ekonomik vendos njË tregues tË rezultatit kundrejt kapitalit ekonomik tË vËnË nË punË nga ndËrmarrja.

FrytshmËria e shfrytËzimit mund tË çmohet nËpËrmjet treguesve tË mËposhtËm:

$\frac{\text{TBS}}{\text{Aktivi gjithsej}}$	$\frac{\text{Rezultati i shfrytËzimit}}{\text{Aktivi gjithsej}}$	$\frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Aktivi gjithsej}}$
---	--	--

PËrppjesËtimi i fundit njihet gjithashtu me termin anglo-sakson Return On Assets (R.O.A).

### 3. RENTABILITETI FINANCIAR

Treguesi i rentabilitetit financiar që përdoret më shpesh është përpjesëtimi i rentabilitetit të kapitaleve të veta:

$$\frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Kapitalet e veta}} \text{ që quhet gjithashtu me emrin Return On Equity (R.O.E.).}$$

Rezultati mund të sjellë një shpërndarje ose kalim në rezervë. Gjithashtu aksioneri në pakicë do të parapëlqente që të shpërndahej fitimi:

$$\frac{\text{Dividendet}}{\text{Kapitalet e veta}} \text{ ose nëse shoqëria është e kuotuar, prej përpjesëtimit:}$$

$$\frac{\text{Dividendet}}{\text{Kapitalizimi i bursës}}$$

Kapitalizimi i bursës është i barabartë me produktin e një numri aksionesh sipas kursit të bursës.

Është e mundshme që të zërthehet përpjesëtimi i rentabilitetit të kapitaleve të veta në një varg përpjesëtimesh, duke vënë në dukje përcaktuesit e ndryshëm të rentabilitetit:

$$\frac{\text{Rezultatit neto}}{\text{Kapitale të vetat}} = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{SHXH}} = \frac{\text{SHXH}}{\text{Aktivi gjithsej}} \times \frac{\text{Aktivi gjithsej}}{\text{Kapitale të vetat}}$$

Rentabiliteti i kapitaleve të vetat është funksion:

- i normës së marzhit neto: rezultati neto / SHXH
- i qarkullimit të aktiveve në raport me shifrën e xhiros,
- i strukturës financiare dhe rrjedhimisht, i koeficientit të hyrjes në borxh

sepse:

$$\begin{aligned} \frac{\text{Aktivi gjithsej}}{\text{Kapitale të vetat}} &= \frac{\text{Pasivi gjithsej}}{\text{Kapitale të veta}} = \frac{\text{Kapitalet e veta} + \text{Borxhet}}{\text{Kapitale të vetat}} = \\ &= 1 + \frac{\text{Borxhe}}{\text{Kapitale të vetat}} \end{aligned}$$

Ndikimi i strukturës financiare dhe koeficienti i hyrjes në borxh mbi rentabilitetin e quajtur me termin efekti i levës do të trajtohet më tej.

## SEKSIONI V: METODA E PIKËVE

Metoda e pikëve (scores) ose pikëzimi është një zbatim i analizës së përpjesëtimeve për parashikimin e ndërmarrjeve në vështirësi.

Duke pasuar punimet e E. Altmanit<sup>1</sup> dhe me rritjen e falimentimeve në ndërmarrjet duke nisur prej vitit 1972, janë bërë shumë kërkime për të konceptuar tregues të besueshëm, që të zbulohen rreziqet për falimentim të ndërmarrjeve.

Metoda e pikëve do të thotë të përcaktohet një funksion, funksioni i pikëve (Z), duke u nisur prej një vargu përpjesëtimesh të zgjedhura, për shkak të forcës së tyre dallore, dhe të ponderuara në funksion të rëndësisë së tyre përkatëse, me qëllim që t'i jepen ndërmarrjes një numër pikësh, të cilat pasqyrojnë gjasën e saj për të falimentuar.

Ndër modelet e përdorura do të përmendim për ilustrim funksionin e pikëzimit në Qendrën e bilanceve të Bankës së Francës, të studiuara për një mostër ndërmarrjesh industriale me më pak se 500 veta personel,<sup>2</sup> dhe atë që është përpunuar prej dy pedagogëve universitarë, Conan e Holder.

### 1. PIKËZIMI I BANKËS SË FRANCËS

Funksioni i pikëzimit (scoring) i Qendrës së bilancit të Bankës së Francës ndërthur në mënyrë vijëzore 8 përpjesëtime:

$$100Z = 1,255 R_1 + 2,003 R_2 - 0,824 R_3 + 5,221 R_4 - 0,689 R_5 - 1,164 R_6 + 0,706 R_7 + 1,408 R_8 - 85,544$$

ku:

$R_1$  = Pjesa e shpenzimeve financiare në PEB = shpenzimet financiare / rezultati ekonomik bruto,

$R_2$  = Mbulimi i kapitaleve të investuara = burimet e qëndrueshme / (kapitale të ngurtësuara + FDR)

$R_3$  = Aftësia e rimbursimit = aftësia e vetëfinancimit / borxhet financiare

$R_4$  = Norma e marzhit bruto = rezultati ekonomik bruto / shifra e xhiros J.T.

$R_5$  = Kredia furnizuesve – borxhe tregtare / blerje TTC,

$R_6$  = Norma e variacionit të vlerës së shtuar =  $\frac{VA_n - VA_{n-1}}{VA_{n-1}}$

$R_7$  = Vonesa e shlyerjes së klientëve = (Stoqe + kreditime) – (paradhënie/prodhim),

$R_8$  = Norma e investimeve fizike =  $\frac{\text{Investime}}{\text{Vlera e shtuar}}$

<sup>1</sup> Altman E., Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of Finance*, Vol. 23 shtator 1968.

<sup>2</sup> \* Bardos M. "Le risque de défaillance d'entreprises", *Cahiers économiques et monétaires de la Centrale de Bilans de la Banque de France* n° 19, 1984.

\* Banque de France – "La Détection précoce des difficultés d'entreprises par la méthode des scores", Note d'information n° 65, shtator 1995.



Forca dallore e 3 përpjesëtimeve të para ndërhyr për më shumë se 72 %.

Probabiliteti i falimentimit është i fortë për ndërmarrjet, shuma e pikëve të të cilave është më pak sesa - 0,25 dhe mjaft i paktë për ato, të cilat e kanë pikëzimin mbi + 0,25. Ndërsa kur pikëzimi është ndërmjet - 0,25 dhe + 0,25, nuk ka ndonjë përgjigje vendimtare.

## 2. PIKËZIMI SIPAS CONAN-IT DHE HOLDER-IT

Duke u nisur nga një mostër NVM-sh industriale, Konani dhe Holderi kanë ndërtuar pikëzimin e mëposhtëm:

$$Z = 0,24 R_1 + 0,22 R_2 + 0,16 R_3 - 0,87 R_4 - 0,10 R_5$$

Ku:

$R_1$  = TBS / gjithsej borxhe

$R_2$  = Kapitale të përhershme / Gjithsej aktivi

$R_3$  = Vlera të realizueshme dhe të disponueshme / Gjithsej aktivi,

$R_4$  = Shpenzime financiare / SHXHJT,

$R_5$  = Shpenzime të personelit / Vlera e shtuar.

Sa më e paktë është vlera e Z, aq më i lartë është rreziku i falimentimit. Në rast se vlera është negative, falimentimi është pothuaj i sigurtë.

Si përfundim, pikët janë një mjet i frytshëm për të zbuluar rreziqet e falimentimit të ndërmarrjeve, por nuk mund të vështrohen si një qëllim në vetvete, është më mirë që të përdoren së bashku me metoda të tjera analize.

## KREU 4:

### TABELAT E FINANCIMIT DHE TË FLUKSIT

Bilanci na jep një pamje të ndërmarrjes në një moment të dhënë: llogaria e rezultatit përshkruan veprimtarinë dhe formimin e rezultatit gjatë asaj periudhe. Analiza e bërë duke u nisur prej dokumenteve të saj është një analizë e tipit statik të gjendjes në fund të periudhës, në të cilën flukset financiare nuk dalin shprehurazi.

Nevoja për një analizë dinamike të lëvizjeve të flukseve financiare që kanë ndërhyrë gjatë asaj periudhe, një plotësim i domosdoshëm i analizës statike, i ka shtyrë analistët qysh prej viteve gjashtëdhjetë të propozonin tabela të ndryshme financimi dhe fluksesh. Por meqë mungonte një metodologji e përbashkët, për shkak të mospërputhjeve konceptuale ndërmjet autorëve dhe qëllimeve të ndryshme, këto kanë sjellë një bollëk modelesh pak a shumë anarkike.

Tabela e financimit është zyrtarizuar nga plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982 dhe tashmë ai figuron ndërmjet gjendjeve, të cilat ndërmarrjet përkatëse të sistemit të zhvilluar duhet t'i botojnë.

Përdoren tre terma për të cilësuar këto gjendje financiare: tabela e financimit, tabela e burimeve-punëve, tabela e fluksit. Togfjalëshat tabela të fluksit dhe tabela të burimeve-punëve përgjithësisht përdoren pa ndonjë problem dallimi. Por është më e vështirë të hiqet vija dalluese ndërmjet tabelës së fluksit dhe tabelës së financimit.

Do të pranojmë në parim, se tabela e financimit është e drejtuar kah analiza trashëgimore e ndërmarrjes, dhe shpjegon variacionin e trashëgimisë ndërmjet bilancit të hapjes dhe bilancit të mbylljes, ndërsa tabela e fluksit e parapëlqen analizën funksionale dhe është e drejtuar kah analiza e evoluimit të kapitalit të disponueshëm.

Ndër modelet e shumta të përpunuara, tre do të paraqiten këtu për ilustrim. Është fjala për tabelat e financimit të planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982; për tabelën e Qendrës së Bilanceve të Bankës së Francës (versioni i vitit 1987) dhe për tabelën shumëvjeçare të fluksit financiar, të përpunuar prej G. de Murard.<sup>1</sup>

Plani i kreut 4 është si më poshtë:

Seksioni I	: Tabela e financimit të planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982.
Seksioni II	: Tabelat e Qendrës së Bilanceve të Bankës së Francës.
Seksioni III	: Tabela shumëvjeçare e flukseve financiare e G. de Murard.

<sup>1</sup> Për një sintezë të mirë drejtoheni te: Stocowy H., *Les tableaux de financement et de flux*, PUF, "Que sais-je?" 1989.





# SEKSIONI I: TABELAT E PLANIT KONTABËL TË PËRGJITHSHËM TË VITIT 1982

## I. PARIMI I HARTIMIT

Tabela e financimit të planit kontabël të përgjithshëm e vitit 1982 është një tabelë e punëve dhe e burimeve të ushtrimit "e bërë në mënyrë që të mundësojë analizën e lëvizjeve, të cilat prekin trashëgiminë e ndërmarrjes".

Tabela nga njëra anë, vë në dukje punët e reja: investimet, rimbursimet e borxheve financiare, shpërndarjen ... dhe nga ana tjetër, burimet e reja të përdorura për të financuar nevojat e saj: aftësinë e vetëfinancimit, huatë, kontributet, cedimin e aktiveve...

Rrjedhimisht, janë të barabarta bilanci, i ekuilibruar nga ndërtimi, punët dhe burimet e reja.

Lidhja financiare ndërmjet bilancit të hapjes dhe bilancit të mbylljes sigurohet nga aftësia e vetëfinancimit të ushtrimit, të njehsuar duke u nisur nga llogaria e rezultatit.

Tabela e financimit të planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982 ndërthuret me dokumentet sintetizuese të mëposhtme:

### I.1. LIDHJA BILANC-TABELË E FINANCIMIT

Krahasimi ndërmjet bilanceve të dy ushtrimeve të njëpasnjëshme mundëson që të bëhet llogaritja e tërësisë së luhatjeve pozitive ose negative, të regjistruara në zërat e aktivit ose të pasivit.

Kjo llogaritje përbën një bilanc diferencial ose më mirë një balancim të ndryshimeve; ajo nxjerr në dukje tipat e ndryshëm të lëvizjeve financiare që prekin bilancin:

- shtimet e aktivit që u përgjigjen rritjeve të investimeve kapitale të mbajtura prej ndërmarrjes; këto përbëjnë punët.

- shtimet e pasivit që u përgjigjen kontributeve të reja, huave të reja financiare; këto janë burimet.

- pakësimet e aktivit që u përgjigjen cedimeve të aktiveve, domethënë burimeve.

- pakësimet e pasivit që u përgjigjen rimbursimeve të borxheve ose të kapitaleve, domethënë punëve.

Duke i përmbledhur, këto lëvizje të ndryshme mund të përgjithësohen si më poshtë:

PUNË	BURIME
shtimi i zërave të aktivit	shtimi i zërave të pasivit
pakësimi i zërave të pasivit	pakësimi i zërave të aktivit

Por bilanci diferencial tregon vetëm e vetëm variacionin neto të zërave të ndryshëm ndërmjet dy bilanceve njëri pas tjetrit. Një variacion mund të vijë prej shumë lëvizjeve, që kanë ndërhyrë gjatë një periudhe. Kështu, për ilustrim, një variacion pozitiv i borxheve financiare prej 1 milion €, nëse përbën një shtim të burimeve neto prej 1 milion, mund të jetë për shembull, shuma e një pune në madhësinë 0,5 milion pas rimbursimit të huave, dhe një burim prej 1,5 milionësh prej huave të reja.

Rindërtimi i fluksit të periudhës nuk mund të arrihet vetëm nëpërmjet informacioneve të bilancit, ai kërkon gjithashtu informacione plotësuese, që i përmban konkretisht shtojca e bilancit.

## 1.2. LIDHJA LLOGARI E REZULTATIT – TABELA E FINANCIMIT

Lidhja ndërmjet llogarisë së rezultatit dhe tabelës së financimit të planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982 sigurohet nëpërmjet aftësisë për vetëfinancim (AVF).

AVF është një burim i brendshëm i konservuar ose në dispozicion të ndërmarrjes. Nga ana e veprimtarisë së vet, ndërmarrja përfton një tepricë monetare, të cilën ajo e mban për të siguruar financimin e vet të brendshëm pas zbritjes së pjesës, që u shpërndahet aksionerëve.

Ky burim i brendshëm, që është një nocion thelbësor, është e vështirë të mënjanohet dhe është objekt divergjencash ndërmjet autorëve të ndryshëm. Plani kontabël i përgjithshëm i vitit 1982 e ka mbajtur nocionin AVF pa i dhënë ndonjë përkufizim, por ka përpikësuar megjithatë mënyrën e njehsimit të tij, duke u nisur prej llogarisë së rezultatit.

### 1.2.1. MËNYRA E NJEHSIMIT TË AVF

AVF mund të njehsohet duke u nisur prej tepricës bruto të shfrytëzimit, një metodë kjo që quhet zbritëse, ose duke u nisur prej rezultatit neto apo metodës mbledhëse.

- **Metoda zbritëse** do të thotë t'i shtohen TBS gjithë produktet, që sjellin arkëtime dhe të hiqen gjithë barrët, të cilat mund të sjellin dalje prej arkës.

	Teprica bruto e shfrytëzimit (ose mungesa bruto prej shfrytëzimit)
+	Transferim i barrëve (të shfrytëzimit)
+	Produkte të tjera (të shfrytëzimit)
-	Barrë të tjera (të shfrytëzimit)
±	Pjesë-kuota të rezultatit mbi operacionet e bëra bashkërisht
+	Produkte financiare (1)
-	Barrë financiare (2)
+	Produkte të jashtëzakonshme (3)
-	Barrë të jashtëzakonshme (4)
-	Pjesëmarrje e punonjësve në frytet e zgjerimit
-	Tatime mbi fitimet
	= AFTËSIA E VETËFINANCIMIT TË USHTRIMIT

(1) Me përjashtim të tërheqjeve mbi rezervat.

(2) Me përjashtim të dotacioneve për amortizimet dhe për rezervat financiare.

(3) Me përjashtim të: - produkteve të cedimeve të kapitaleve të ngurtësuar;  
- pjesëve kuota të subvencioneve të investimit të kaluara në rezultatin e ushtrimit;  
- tërheqjet mbi rezervat e jashtëzakonshme.

(4) Me përjashtim të: - vlerës kontable të kapitaleve të ngurtësuar të ceduar;  
- dotacioneve për amortizimet dhe për rezervat e jashtëzakonshme.

- **Metoda mbledhëse:** rezultatit i shtohen barrët që nuk sjellin dalje nga arka dhe hiqen produktet që nuk sjellin raste për arkëtim.

Rezultati neto
+ Dotacione për amortizimet dhe për rezervat
- Tërheqje mbi amortizimet dhe rezervat
+ Vlera kontable e kapitaleve të ngurtësuara të ceduara
- Produkte të cedimit të aktivit
- Pjesa kuotë e subvencioneve të investimit të kaluara te llogaria e rezultatit të ushtrimit
= AFTËSIA E VETËFINANCIMIT TË USHTRIMIT

Duke u nisur prej mënyrës së njehsimit, vihet re që aftësia e vetëfinancimit:

- integron gjithë rezervat, duke përfshirë dotacionet për zhvlerësimin e aktiveve qarkulluese dhe rezervat rregullatore, domethënë baras me amortizimet e prishjes. Kjo pikë është e diskutueshme, në shkallën që rezervat për zhvlerësim të aktiveve qarkulluese përfaqësojnë një rrezik real për humbje në afat të shkurtër.

- është një burim i kapitalit të disponueshëm potencial. Ajo përfshin produktet e arkëtueshme dhe barrët e nxjerrshme prej arke, si dhe ato që nuk janë arkëtuar ose nxjerrë nga arka efektivisht. Kjo natyrë potenciale perforcehet prej pranisë së rezervave. Prandaj mund të flasim për AVF potenciale ose teorike.

### 1.2.2. VETËFINANCIMI

AVF përfaqëson burimin e brendshëm më të madh në dispozicion të ndërmarrjes. Vetëm pjesa e pashpërndarë në formën e dividendeve aksionerëve mbetet realisht në dispozicion të ndërmarrjes për të ngritur vetëfinancimin.

$$\text{VETËFINANCIMI} = \text{AVF} - \text{DIVIDENDET}$$

## 2. NDËRTIMI I TABELËS SË FINANCIMIT TË PLANIT KONTABËL TË PËRGJITHSHËM TË VITIT 1982

Tabela e financimit ndahet në dy pjesë. E para, tabela I, përshkruan punët dhe burimet gjatë ushtrimit dhe mat variacionin e fondit të qarkullimit neto global. E dyta, tabela II, analizon përdorimin që i bëhet duke u nisur nga marrëdhënia e kapitalit të disponueshëm:

$$\text{VETËFINANCIMI} = \text{AVF} - \text{DIVIDENDET}$$

### 2.1. TABELA I: BURIMET DHE PUNËT GJATË USHTRIMIT

#### 2.1.1. BURIMET AFATGJATA

- **AVF:** përbën burimin kryesor të financimit të brendshëm të ndërmarrjes.

- **Cedimet ose pakësimet e aktivit të ngurtësuar:** produkti i cedimeve të kapitalit të disponueshëm do të dalë te burimet për çmimin e tyre të cedimit.

- **Shtesat e kapitaleve të veta:** për madhësitë përgjegjëse të kontributeve të reja, në para ose në natyrë. Shtesat e kapitalit duke përfshirë rezervat nuk mbahen.

Shtesat e kapitaleve të tjera të veta lidhur me subvencionet e investimeve mbahen për madhësitë e arkëtuara.



- **Shtesat e borxheve financiare:** për huatë e reja të nënshkruara gjatë ushtrimit, me përjashtim të ndihmave bankare mjedhëse dhe të saldoeve të kreditorëve të bankave.

### 2.1.2. PUNËT E QËNDRUESHME

- **Ndarja e dividendeve** të paguara gjatë ushtrimit. Meqë AVF, i përgjigjet tërësisë së tepricës monetare të nxjerrë, është e natyrshme që dividendet e shpërndara do të figurojnë te punët. Madhësia që mbahet është ajo që u përgjigjet fitimeve të shpërndara si titull të ushtrimit të mëparshëm.

- **Marrje kapitalesh të ngurtësuar:** të ndara në kapitale të ngurtësuar të patrupëzuara, të trupëzuara dhe financiare.

- **Barrë që duhen përndarë në disa ushtrime:** të mbajtura për madhësinë bruto të transferuar gjatë ushtrimit.

- **Pakësimi i kapitaleve të veta** në rast, për shembull, të shpërndarjes së rezervave, ose të zvogëlimit të kapitalit të shoqërisë.

- **Rimbursimi i borxheve financiare** për sasinë e borxheve financiare afatgjata të rimbursuara gjatë ushtrimit.

Totali i këtyre pesë rubrikave jep totalin e punëve. Nëse del më i vogël sesa totali i burimeve, ndërmarrja nxjerr një burim neto. Në rastin e kundërt, është fjala për një punë neto.

## 2.2. TABELA II: PËRDORIMI I VARIACIONIT TË FONDIT TË

### QARKULLIMIT NETO GLOBAL

Analiza e përdorimit të variacionit të FQNG është funksionale, përdorimet ndahen ndërmjet variacionit të NFQSH, variacionit të NFQJSH dhe variacionit të kapitalit të disponueshëm. Atëherë gjejmë marrëdhënien:

$$\Delta FQ = \Delta NFQSH + \Delta NFQJSH + \Delta KAPITAL \text{ I DISPONUESHËM NETO}$$

Tabela bën dallimin e nevojave dhe të nxjerrjeve:

Nevojat i përgjigjen “një shtese” të FQ, ato marrin shenjën (-). Ato i përgjigjen një shtimi të pikave të aktivitetit qarkullues dhe uljeve të pikave të pasivitetit qarkullues.

Çlirimet i përgjigjen një “pakësimi të nevojës” së FQ, një çlirim neto të FQ. Ato marrin shenjën (+) dhe u përgjigjen shtesave të pasivitetit qarkullues ose pakësimeve të aktivitetit qarkullues.

Modeli i tabelës së financimit jepet në f. 124 e 125. Megjithatë duhet të përpikësojmë se:

1) stoqet dhe kreditimet janë dhënë për madhësinë e tyre bruto, ndërsa AVF përfshijnë rezervat për zhvlerësimin e aktivitetit qarkullues.

2) mjetet e disponueshme nuk i përfshijnë vlerat e luajtshme të investimit, të përfshira në vlera jashtë shfrytëzimit.

3) barrët dhe produktet e konstatuara që më parë zërrthehen ndërmjet shfrytëzimit dhe jashtë shfrytëzimit.

## SEKSIONI II: TABELAT E QENDRËS SË BILANCEVE TË BANKËS SË FRANCËS

Qendra e Bilanceve e Bankës së Francës çdo vit ndërmarrjeve të lidhura me të u jep një dosje të analizës financiare. Përmbajtja e kësaj dosjeje është ndryshuar më 1987; ajo tashmë përmban katër pjesë:

- pikat kyç (score, përpjesëtimet kryesore, tabela e financimit).
- analiza e shfrytëzimit (mjetet e përdorura, veprimtaria, rezultatet, përpjesëtimet).
- analiza globale (rezultatet, strukturat, fluksi, përpjesëtimet).
- plotësimi i analizës (studimi i hyrjes në borxhe).

Analiza e financimit përmban dy tabela sinteze: një tabelë punësh e burimesh dhe një tabelë fluksi të kapitalit të disponueshëm.

### 1. TABELA E PUNËVE DHE BURIMEVE

Tabela paraqet evoluimin e kapitalit të futur në punë dhe shkallën e financimit të ndërmarrjes nga burimet e brendshme, që ajo nxjerr. Tabela dallon dy saldo:

- nevojat neto (kapaciteti) të financimit: diferenca ndërmjet vetëfinancimit të nxjerrë prej TBS korrigjuar për gjithë produktet që ka gjasa të arkëtohen, dhe gjithë barrët që ka gjasa të nxirren prej arkës, punët neto të ngurtësuara, variacioni i NFQ dhe mjetet e disponueshme.
- burimet e jashtme të përbëra nga njëra anë, prej derdhjeve (tërheqjeve) të partnerëve dhe të grupit, si dhe variacionet e hyrjes në borxh, nga ana tjetër. Këto burime vihen në veprim kur vetëfinancimi është i pamjaftueshëm.

### 2 TABELA E FLUKSIT TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Tabela e fluksit të kapitalit të disponueshëm mundëson të vlerësohet koherenca e zgjidhjeve strategjike të ndërmarrjes në dy nivele:

- zotësia për të përfutur likuiditete duke u nisur prej rezultateve të nxjerra gjatë ushtrimit.
- aftësia për të ruajtur, pas mbulimit të tërheqjeve të ndryshme që nuk mund të shtyhen, një saldo kapitali të disponueshëm, që përputhet me investimet për t'u realizuar.

Tabela e fluksit të kapitalit të disponueshëm nxjerr saldot e mëposhtme:

- **Teprica e kapitalit të disponueshëm global**, diferenca ndërmjet tepricës bruto globale dhe variacionit të NFQ.

- **Fluksi i kapitalit të disponueshëm global** pas zbritjes së tërheqjeve (interesave, tatimeve mbi fitimet, shpërndarja, rimbursimet e huave). Kjo saldo përfaqëson shkallën e autonomisë pas mbulimit të tërheqjeve të detyrueshme.

- **Investimet neto:** tërësia e kapitaleve të ngurtësuara (përfshirë edhe pjesa në kapital e qirave nga qiradhëniet) neto të subvencioneve të investimit të marra dhe cedimet e kapitaleve të ngurtësuara.

- **Derdhjet në burime të qëndrueshme.**

- **Variacioni i kapitalit të disponueshëm:** ndryshore e cila bën përshtatjen ndërmjet fluksit të kapitalit të disponueshëm të rritur e derdhjeve në burime të qëndrueshme, duke zbritur investimet neto.



## SEKSIONI III: TABELA SHUMËVJEÇARE E FLUKSEVE FINANCIARE E G. DE MURARD (TSFF)

TSFF e G. de Myrarit<sup>1</sup> flukset financiare të matura për shumë ushtrime i përmbledh në katër kategori, të cilave bën që t'u përgjigjen katër saldo:

- **Rezultati bruto i shfrytëzimit.** Pjesa e parë e tabelës grupon flukset ekonomike të lidhura me operacionet e shfrytëzimit në atë mënyrë, që të nxirret rezultati bruto i shfrytëzimit (ose TBSH). RBSH është treguesi i frytshmërisë; ai na jep ecurinë ekonomike të ndërmarrjes dhe evoluimin e saj.

- **Saldoja e shfrytëzimit.** Gjendet duke zbritur nga RBSH nevojat e dala prej financimit të shfrytëzimit dhe prej investimit. Pasi përcaktohet kështu saldoja, saldoja e shfrytëzimit ose edhe KDFBR (Kapitali disponibël pas financimit të brendshëm të rritjes) i korrespondon, nëse është pozitiv, tepricës monetare të nxjerrë pas financimit të shfrytëzimit dhe rritjes. Nëse është negativ, mat nevojën neto të financimit të brendshëm.

Tabela nxjerr në dukje nocionin themelor të tepricës së kapitalit të disponueshëm të shfrytëzimit (TKSH), që është e barabartë me:

$$\text{TKSH} = \text{TBSH} - \Delta\text{NFQ}$$

TKSH mat burimet e kapitalit të disponueshëm të përfuara nga operacionet e shfrytëzimit përgjatë ushtrimit. TBSH në të vërtetë nuk përbën veçse një burim potencial kapitali të disponueshëm në atë shkallë që variacioni i NFQ përgjatë ushtrimit konsumon nga kapitali i disponueshëm potencial.

Një ndërmarrje që nxjerr një TBSH pozitive do të ketë një TKSH negative, atëherë kur variacioni i NFQ është më i madh sesa TBSH. Në veçanti kështu ndodh në rastin e ndërmarrjeve me rritje të fortë, që e administrojnë keq shtimin e NFQ të tyre. Kështu kuptohet gjendja, që në dukje është paradoksale, e ndërmarrjes fitimprurëse, e cila përballlet me vështirësi të kapitalit të disponueshëm: rezultati nuk gjendet detyrimisht te kapitali i disponueshëm.

TKSH është një tregues i aftësisë së ndërmarrjes për të financuar rritjen e vet. Një TKSH negative do të thotë se rentabiliteti i shfrytëzimit nuk mjafton për të financuar shtimin e NFQ.

- **Saldoja financiare:** grupon variacionin neto të hyrjes në borxh dhe operacionet e shpërndarjes (shpenzimet financiare, tatimet mbi fitimet, pjesëmarrja e punonjësve, dividendet...).

<sup>1</sup> De Murard, "Le Tableau Pluriannuel des Flux Financiers", Revue française de gestion, janar/shkurt 1977.

- **Variacioni i kapitalit të disponueshëm:** grupon flukset e ndryshme, të marra si një tërësi jothelbësore, që mundësojnë të lidhet tabela për variacionin e likuiditetit.

Nga paraqitja e TSFF G. de Myrari nxjerr dy rregulla kryesore për një rritje të ekuilibruar. Rritja është e ekuilibruar nëse saldoja rrjedhëse (saldoja e shfrytëzimit + saldon financiare) është e afërt me zeron, dhe nëse saldoja e shfrytëzimit është pakëz pozitive (rrjedhimisht bashkë me të saldoja financiare atëherë do të jetë pakëz negative).

Konceptimi i ekuilibrit financiar i G. de Myrarit është kundërshtuar mjaft. Kritikkat kryesore drejtohen nga fakti se investimi përcaktohet prej nivelit të TBSH, pa ndërhyrjen e rentabilitetit. Projektet jorentabël, sipas kësaj rregulle, mund të mbahen, mjafton që niveli i TBSH të jetë i mjaftueshëm, ndërsa kur mungon TBSH, projektet rentable do të shtyheshin. Një kritikë tjetër drejtuar kundër kësaj paraqitjeje është roli thjesht anësor që i jepet hyrjes në borxhe.

### **Normat IAS / IFRS: Tabela e flukseve të kapitalit të disponueshëm**

#### **1) Referenca: IAS 7 Tabela e flukseve të kapitalit të disponueshëm**

#### **2) Përmbajtja e tabelës së kapitalit të disponueshëm**

*IAS 7 normativizon përmbajtjen e tabelës së fluksit të kapitalit të disponueshëm, që është e detyrueshme.*

*Norma parashikon tri lloje të fluksit: shfrytëzimi, investimi dhe financimi.*

- *Fluksi i shfrytëzimit (operating activities): është një "tregues kyç i masës në të cilën operacionet e ndërmarrjes kanë përfunduar në mënyrë të mjaftueshme fluks të kapitalit të disponueshëm për të rimbursuar huatë e saj, të mbajë aftësinë operacionale të ndërmarrjes, të derdhë dividende dhe të bëjë investime të reja, pa qenë nevoja për burime të jashtme të financimit".*

- *Fluksi i lidhur me operacionet e investimit: "Paraqitja e veçuar e fluksit të kapitalit të disponueshëm që vjen prej veprimtarive të investimit ka rëndësi, sepse flukset e kapitalit të disponueshëm tregojnë në cilën masë shpenzimet janë kryer për rritjen e burimeve të caktuara për të përfunduar produkte dhe flukse të kapitalit të disponueshëm të ardhme."*

- *Fluksi i kapitalit të disponueshëm për veprimtaritë e financimit: "paraqitja e veçuar e flukseve të kapitalit të disponueshëm të ardhura prej veprimtarive të financimit ka rëndësi, sepse është e dobishme për parashikimin e flukseve të ardhme të kapitalit të disponueshëm të ndërmarrjes, që priten nga kontribuesit e kapitaleve".*

*Norma e quan të nevojshme paraqitjen sipas metodës së drejtpërdrejtë: arkëtimet dhe daljet prej arkës të paraqitura bruto për secilin operacion. Lejohet gjithashtu metoda e tërthortë.*

MODEL I TABELËS SË FINANCIMIT TË USHTRIMIT (1) (BURIMI PKP 1982)

PUNË	USHTRIMI		BURIME	USHTRIMI	
	N	N-1		N	N-1
Shpërndarjet të vëna për pagesa gjatë ushtrimit.....			Aftësia e vetëfinansimit të ushtrimit .....		
Marrja e elementëve të aktivit të ngurtësuar:			Cedime ose pakësime të elementëve të aktivit të ngurtësuar		
Ngurtësime të patrupëzuara: .....			Cedime të ngurtësimeve:..		
Ngurtësime të trupëzuara: .....			- të patrupëzuara .....		
Ngurtësime financiare: .....			- të trupëzuara .....		
Pakësim i kapitaleve të veta (pakësim i kapitalit, tërheqje) .....			Cedime ose pakësime të ngurtësimeve financiare.....		
Rimbursim i borxheve financiare .....	X		Shtim i kapitaleve të veta		
Gjithsej punë.....			Shtim i kapitalit ose i kontributeve .....		
Saldoja kreditore: variacioni i fondit të qarkullimit neto global (burim net) .....			Shtim i kapitaleve të tjera të vetat .....	X	X
			Shtim i borxheve financiare.....		
			Gjithsej burime .....		
			Saldoja debitore: variacioni i fondit të qarkullimit neto global (punë neto).....		



MODEL I TABELËS SË FINANCIMIT TË USHTRIMIT (II) (BURIMI PKP 1982)				
Variacionet e fondit të qarkullimit neto global	Ushtrimi N			Ushtrimi N-1
	Nevojat 1	Çlirime 2	Saldoja 2+1	Saldoja
Variacioni "Shfrytëzimi": Variacioni i aktiveve të shfrytëzimit: Stoqe dhe në proces ..... Paradhënie e parapagesa derdhur me porosi shfrytëzimi ..... Kreditime klientëve, Llogari bashkangjitur dhe kreditime të tjera shfrytëzimi ..... Variacione të borxheve të shfrytëzimit: Paradhënie e parapagime të marra me porosi në proces ..... Borxhe financiare, Llogari bashkangjitur dhe borxhe të tjera shfrytëzimi ...				
Gjithsej .....	X	X		
A. Variacioni neto "Shfrytëzimi" <sup>1</sup>			± X	± X
Variacioni "Jashtë shfrytëzimit": Variacionet e debitorëve të tjerë (kreditime të ndryshme) ..... Variacionet e kreditorëve të tjerë (borxhe të ndryshme) .....				
Gjithsej .....	X	X		
B. Variacioni neto "Shfrytëzimi"		± X	± X	
TOTALI A + B: Nevoja e ushtrimit për fonde qarkullimi ..... ose Çlirimi neto i fondit të qarkullimit të ushtrimit ..... Variacioni i "Kapitalit të disponueshëm" <sup>1</sup> Variacionet e mjeteve të disponueshme <sup>2</sup> ..... Variacionet e ndihmave bankare mjedhëse ...			-X	-X
Gjithsej .....	X	X	+X	+X
C. Variacioni neto i "Kapitalit të disponueshëm"			± X	± X
Variacioni i fondit të qarkullimit neto global (Gjithsej A + B + C): Saldoja debitore = Puna neto ..... ose Saldoja kreditore = Burimet neto ...			-	-
			+	+
1. Madhësitë pajisen me shenjën + kur çlirimet kanë të bëjnë me nevojat, dhe me shenjën – në rastin e kundërt. 2. Duke përfshirë vlerat e luajtshme të investimit.				

## PJESA 2

### FINANCIMI DHE POLITIKA FINANCIARE E NDËRMARRJES

Veprimtaria e ndërmarrjes kërkon mobilizimin e burimeve financiare: burime afatshkurtra për të siguruar mbulimin e nevojave afatshkurtra, të lidhura me shfrytëzimin, burime afatmesme dhe afatgjata për financimin e ciklit të investimit.

Burimet e gjetura nëpërmjet shfrytëzimit: furnizuesit, paradhëniet klientëve, ... nuk mjaftojnë përgjithësisht për të mbuluar tërësinë e nevojave financiare të përfuara prej këtyre: stoqeve, klientëve, paradhëniesve furnizuesve ... Ndërmarrja atëherë duhet të financohet duke iu drejtuar hyrjes në borxh. Gama e burimeve të financimit afatshkurtër është mjaft e gjerë dhe jep mundësi për të zgjedhur, të cilat i lejojnë ta optimalizojë financimin e vet dhe kapitalin e vet të disponueshëm. Cilado qoftë hyrja në borxhe ose sado të jetë në tepricë kapitali i disponueshëm, në të gjitha rastet ndërmarrja ndodhet e zbuluar përpara rrezikut të variacionit të normës së interesit, që mund të materializohet qoftë nëpërmjet një shtrenjtimi të kostos së financimit të vet nëse ka hyrë në borxhe, qoftë nga një ulje e rendimentit të investimeve të saj në rastin kur është huadhënëse.

Burimet e brendshme të përfuara prej ndërmarrjes, vetëfinancimi, në parim nuk e mbulojnë tërësinë e nevojave të financimit të qëndrueshëm. Për financimin e vet afatmesëm dhe afatshkurtër, atëherë ndërmarrja duhet t'u drejtohet burimeve të tjera: qoftë kapitaleve të veta, qoftë duke marrë hua afatmesme ose afatgjata, në formën e huave me obligacione, me hyrjen në borxh te bankat ose te institucionet financiare të specializuara, ose edhe nëpërmjet qiradhënies.

Vlera e ndërmarrjes a preket prej vendimeve të politikës financiare në atë shkallë, që këto ta ndryshojnë strukturën financiare, apo edhe nga politika e shpërndarjes së dividendeve? Kjo është një pyetje thelbësore, sepse në rast se ka përgjigje pohuese, atëherë objektivi i politikës financiare do të jetë optimizimi i strukturës financiare, në mënyrë që të maksimizohet vlera e ndërmarrjes.

Këto tri pika përbëjnë objektin e pjesës së dytë:

Kreu 5	:	Optionet.
Kreu 6	:	Financimi afatshkurtër i ndërmarrjes.
Kreu 7	:	Financimi afatmesëm dhe afatgjatë.
Kreu 8	:	Politika financiare e ndërmarrjes.





## KREU 5

### OPSIONET

Që nga hapja në prill 1973 e tregut të parë të opsioneve të negociueshme, C.B.O.E. (Chicago Board Options Exchange), tregu i opsioneve ka përjetuar një hop të ndjeshëm.

Opsionet, qoftë kur është fjala për opsionet lidhur me valutat, opsionet për normat e interesit, opsionet për mallrat ose dhe opsionet për treguesit, përgjithësisht përdoren për menaxhimin e portofolit dhe menaxhimin e kapitalit të disponueshëm të ndërmarrjeve.

Opsionet financiare tashmë janë vënë në qendër të financës së tregut. Por teoria e opsioneve gjithashtu e ka përtërirë financën e ndërmarrjes, sepse zbatohet po aq mirë për vendimet financiare afatgjata, sa edhe për analizën e strukturës financiare. Kështu për shembull, analiza e zgjedhjes së investimeve është përtërirë me analizën dhe vlerësimin nga ana e opsioneve.

Opsioni është një mjet financiar i fuqishëm, por që ka një përdorim të ndërrlikuar. Synimi i këtij kreu është të paraqiten bazat e nevojshme për t'i kuptuar.

Seksioni i parë përkufizon opsionet dhe paraqet vetitë e mekanizmat. Seksioni i dytë i kushtohet problematikës së vlerësimit të opsioneve.

Plani i kreut është si më poshtë:

Seksioni I	: Përkufizimi, vetitë dhe mekanizmat
Seksioni II	: Vlerësimi i opsioneve.



# SEKSIONI I: PËRKUFIZIMET, VETITË DHE MEKANIZMAT

## I. PËRKUFIZIMET:

Opsioni është një kontratë, e cila jep të drejtën por jo edhe detyrimin e blerësit (mbajtësit të opsionit) për ta blerë (opsioni i blerjes) ose për ta shitur (opsioni i shitjes) një aktiv (të quajtur aktiv i poshtëngjitur) për një çmim fiks, përgjatë një periudhe fikse ose me afatpagesë fikse paraprake.

Nga ky përkufizim do të nxjerrim se:

- një opsion për të blerë një aktiv është një opsion blerjeje ose edhe call (kërkesë pagese); opsioni për të shitur një aktiv është një opsion për shitje ose put (nxjerrje në shitje);

- aktivi që mund të blihet ose të shitet cilësohet aktiv i poshtëngjitur. Kontratat e opsionit më shpesh janë të standardizuara dhe përbëjnë objektin e transaksioneve në bursë. Ky mund të jetë një aktiv financiar (aksione, obligacione, valuta, bono burse mbi aksionet), kontrata me afat ose një aktiv fizik (produkte bujqësore, lëndë të para etj.....).

Tregu “over the counter” (mbi banak) është tregu i opsioneve të pastandardizuara ose sipas masës të realizuara drejtpërdrejt ndërmjet bankave dhe shoqërive. Në thelb ato kanë të bëjnë me valutat dhe normat e interesave.

- çmimi fiks në kontratë quhet çmimi i ushtrimit (anglisht: strike);

- mbajtësi i opsionit mund ta ushtrojë të drejtën e vet në cilindo moment deri në datën e mbarimit të afatit, dhe atëherë flitet për opsion amerikan, ose mund të jetë vetëm për datën e mbarimit të afatit dhe atëherë është fjala për opsion evropian.

Një opsion përcaktohet sipas tipit: opsion i blerjes ose opsion i shitjes, aktivi poshtëngjitur, çmimi i ushtrimit dhe data e skadimit.

Kështu për shembull, një call evropian mbi 10 aksione të shoqërisë XYZ me afatpagesë në fund të dhjetorit 2004 me çmim ushtrimi 120 € për aksion.

Në fund të dhjetorit 2004 mbajtësi i opsionit mund të blerë, nëse do, 10 aksione të shoqërisë XYZ me çmimin 120 € për aksion. Në fund të dhjetorit mbajtësi i opsionit do ta ushtrojë opsionin e vet të blerjes, nëse i intereson ta bëjë, domethënë nëse kursi i aksionit XYZ është më i lartë sesa çmimi i ushtrimit.

Nëse në afatin e pagesës së opsionit kursi i shoqërisë XYZ është 150 €, mbajtësi ushtron opsionin e vet: blerjen e 10 aksioneve me 120 €, domethënë 1200 € të shitësi i opsionit për ta rishitur menjëherë, duke realizuar kështu një marrje neto prej 30 € për çdo aksion, domethënë një pay off prej 300 €.

Është fare e qartë se, po të jetë kursi në kohën e afatpagesës më poshtë sesa 120 €, mbajtësi nuk e ushtron opsionin e vet. Pay off i tij atëherë është 0.

Vihet re se mbajtësi i opsionit nuk pëson humbje, sepse marrja është ose pozitive, ose zero, por asnjëherë negative.

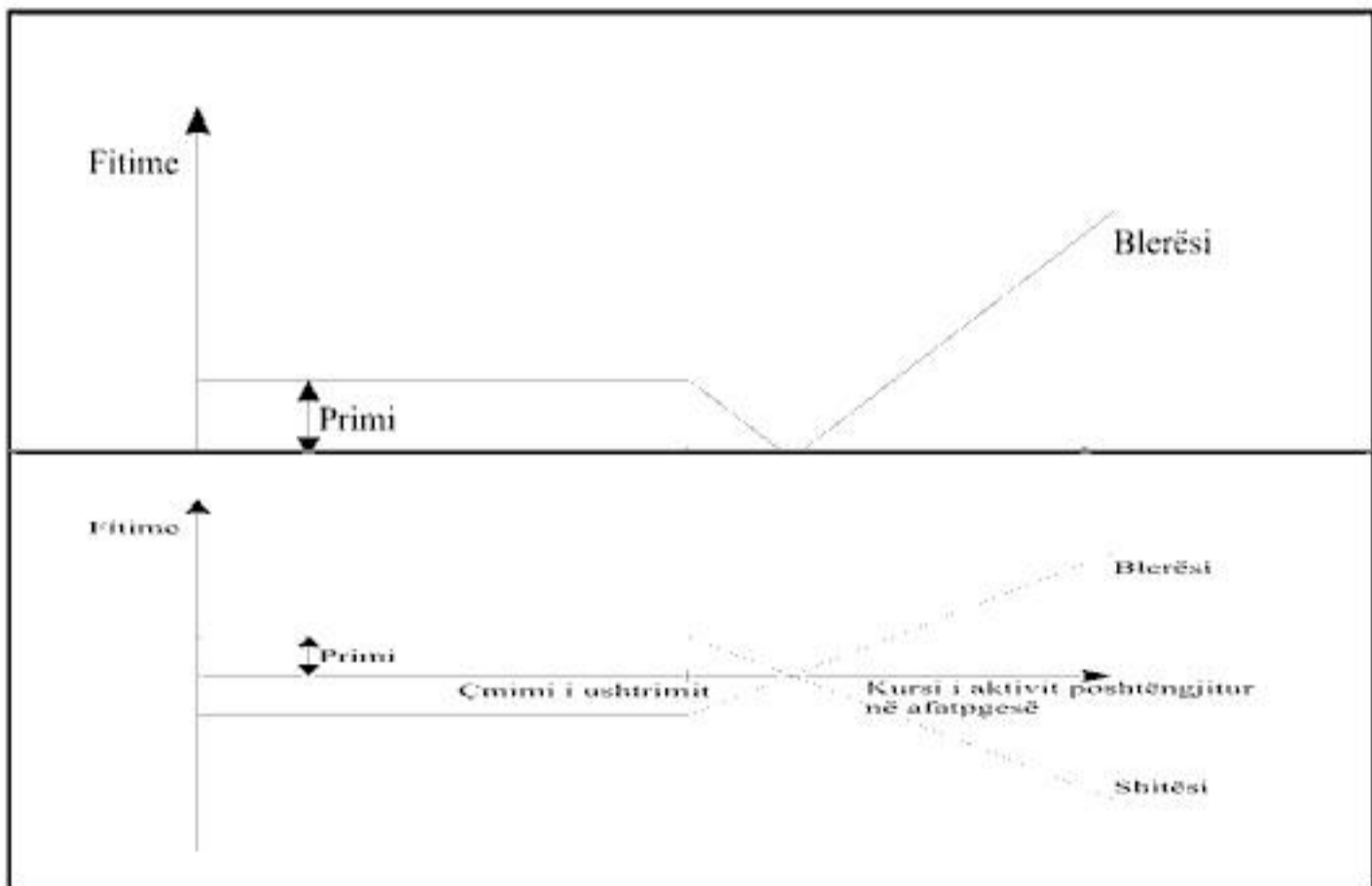


Shitësi i opsionit, sa për veten e tij, nuk bën dot gjë tjetër veçse të nënshtrohet. Në rastin e parë, në afatpagesën e opsionit, ai cedon 10 aksione me 120 €, ndërsa kursi është për 150 €, domethënë me një humbje prej 300 € për 10 tituj; në rastin e dytë, ai nuk i cedon titujt, sepse opsioni nuk është ushtruar.

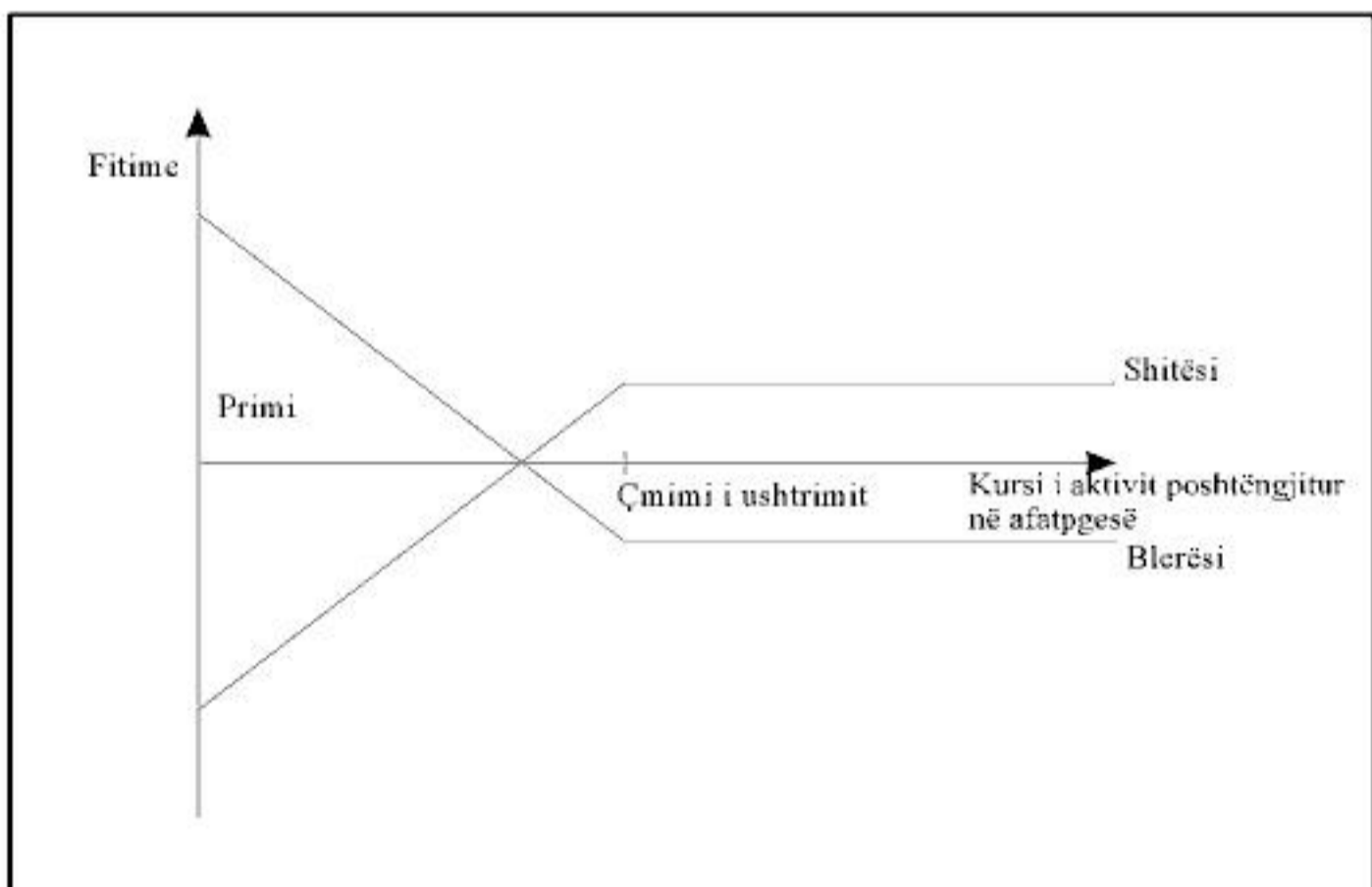
Në afatpagesë shitësi rrjedhimisht ka një pay off zero ose negativ.

Vëmë re një asimetri ndërmjet gjendjes së blerësit dhe gjendjes së shitësit: blerësi ka një pay off pozitiv ose zero; pay off i shitësit është negativ ose zero. Shitësi e pranon këtë gjendje vetëm kundrejt pagimit të një primi nga ana e blerësit. Ai shpreson se opsioni nuk do të ushtrohet në afatpagesë, se do ta arkëtojë primin dhe do të ketë një pay off zero.

Nëpërmjet një skeme, pay off në afatpagesë i blerësit dhe i shitësit të call-it paraqitet si më poshtë:



PAY-OFF NË AFATPAGESE TË OPSIONIT TË BLERJES



PAY-OFF NË AFATPAGESE TË OPSIONIT TË SHITJES

## 2. VLERA E OPSIONIT:

Vlera e një opsiioni përpara afatpagesës përbëhet prej dy pjesësh: vlera e vetësishme dhe vlera në kohë.

### 2.1. VLERA E VETËSISHME

Vlera e vetësishme është vlera që do të kishte opsiioni, nëse do të ushtrohej menjëherë: kjo është diferenca ndërmjet kursit të aktivit poshtëngjitur dhe çmimit të ushtrimit për një call.

Vlera e vetësishme është pozitive ose zero, asnjëherë negative.

Nëse çmimi i një aksioni do të ishte 30 € dhe çmimi i ushtrimit prej 25€, vlera e vetësishme e call-it është 5 €. Si rrjedhim, call-i kuoton të paktën 5€.

Nëse çmimi i ushtrimit është 32 €, vlera e vetësishme është zero.

### 2.2. VLERA NË KOHË

Diferenca ndërmjet vlerës së opsiomit dhe vlerës së vetësishme është vlera në kohë, domethënë plotësimi që i duhet shtuar për të arritur te totali i opsiomit.

Sa më e gjatë është periudha deri në afatpagesë, aq më shumë vlera në kohë ngrihet. Në të vërtetë, vlera në kohë zbret përgjatë kohës në atë masë që sa më shumë afrohet afatpagesa e opsiomit, aq më shumë do të jetë më i dobët probabiliteti për kursin e poshtëngjitjes që ta kalojë çmimin e ushtrimit.

Vlera e opsiomit është e barabartë me vlerën e vetësishme + vlerën në kohë

Vlera e opsiomit është e barabartë me vlerën e vetësishme + vlerën në kohë

Një opsiion është jashtë monedhës, anglisht Out of the money, kur çmimi i tij i ushtrimit është më i lartë sesa kursi i aktivit poshtëngjitur. Vlera e vetësishme është zero.

Një opsiion është te monedha (At the money), kur çmimi i tij i ushtrimit është i barabartë me kursin e aktivit poshtëngjitur. Opsioni ka një vlerë të vetësishme zero.

Një opsiion është në monedhë (In the money) kur çmimi i tij i ushtrimit është më poshtë sesa kursi i aktivit poshtëngjitur. Opsioni ka një vlerë të vetësishme pozitive.

## 3. MARRËDHËNIA E PARITETIT CALL-PUT:

Tashti do të analizojmë ndërthurjet e ndryshme, në mënyrë që të nxjerrim në dukje relacionin e paritetit call-put. Arsyetimet janë bërë mbi opsionet europiane.

### 3.1. STRATEGJIA E BLERJES SË NJË CALL-I DHE SHITJA E NJË PUT-I

Ky portofol përbëhet nga blerja e një opsiioni blerjeje dhe njëkohësisht shitja e një opsiioni shitjeje european, që bëhet po për atë aksion, duke pasur të njëjtin çmim të shitjes dhe të njëjtën datë të afatpagesës.

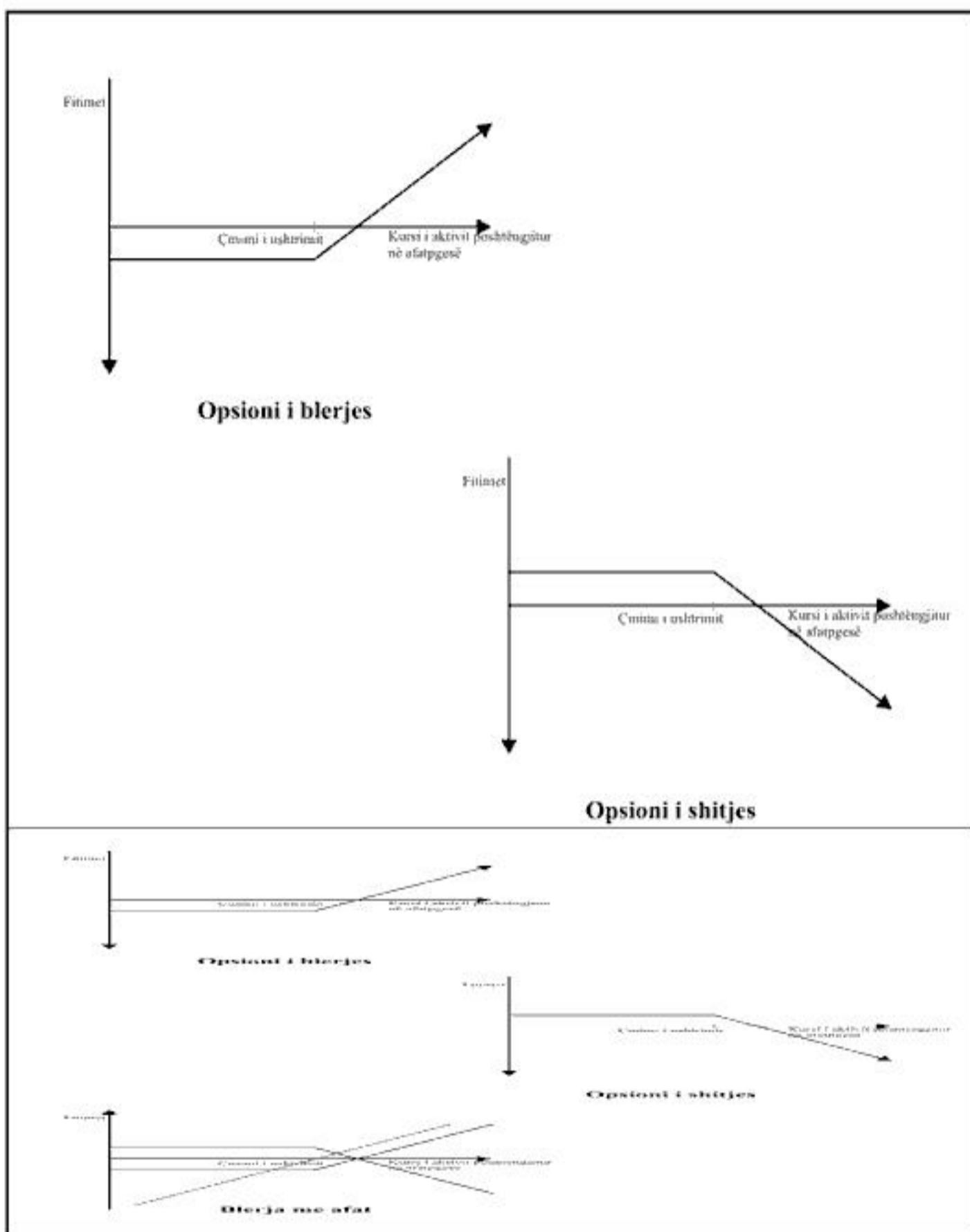
Ta marrim një blerje të një call-i për aksionin ABC, me afatpagesë 6 muaj për çmimin e ushtrimit 30 € dhe njëkohësisht shitjen e një put-i për të njëjtin titull, me po atë afatpagesë dhe po atë çmim të ushtrimit. Primi i paguar për blerjen e opsiomit kompensohet nga primi i marrë për shitjen e opsiomit të shitjes.

Të analizojmë mundësitë e ndryshme në afatpagesë: është e mira të merren parasysh dy raste sipas kursit të aksionit ABC: kur është më i lartë se çmimi i ushtrimit prej 30 € ose kur nuk është

- kursi i aksionit është më i lartë sesa 30 €: opsioni i blerjes ushtrohet. Aksioni ABC është blerë me 30 €, pastaj është shitur me një kurs më të lartë. Opsioni i shitjes si rrjedhim nuk është ushtruar.

- kursi i aksionit është më poshtë sesa 30 €: opsioni i blerjes nuk është ushtruar. Përkundrazi, opsioni i shitjes është ushtruar; blerja me 30 € atëherë kur kursi i poshtëngjitjes është më i ulët.

Rezultati i ndërthurjes së blerjes së një call-i dhe shitjes së një put-i mund të paraqitet grafikisht si më poshtë:



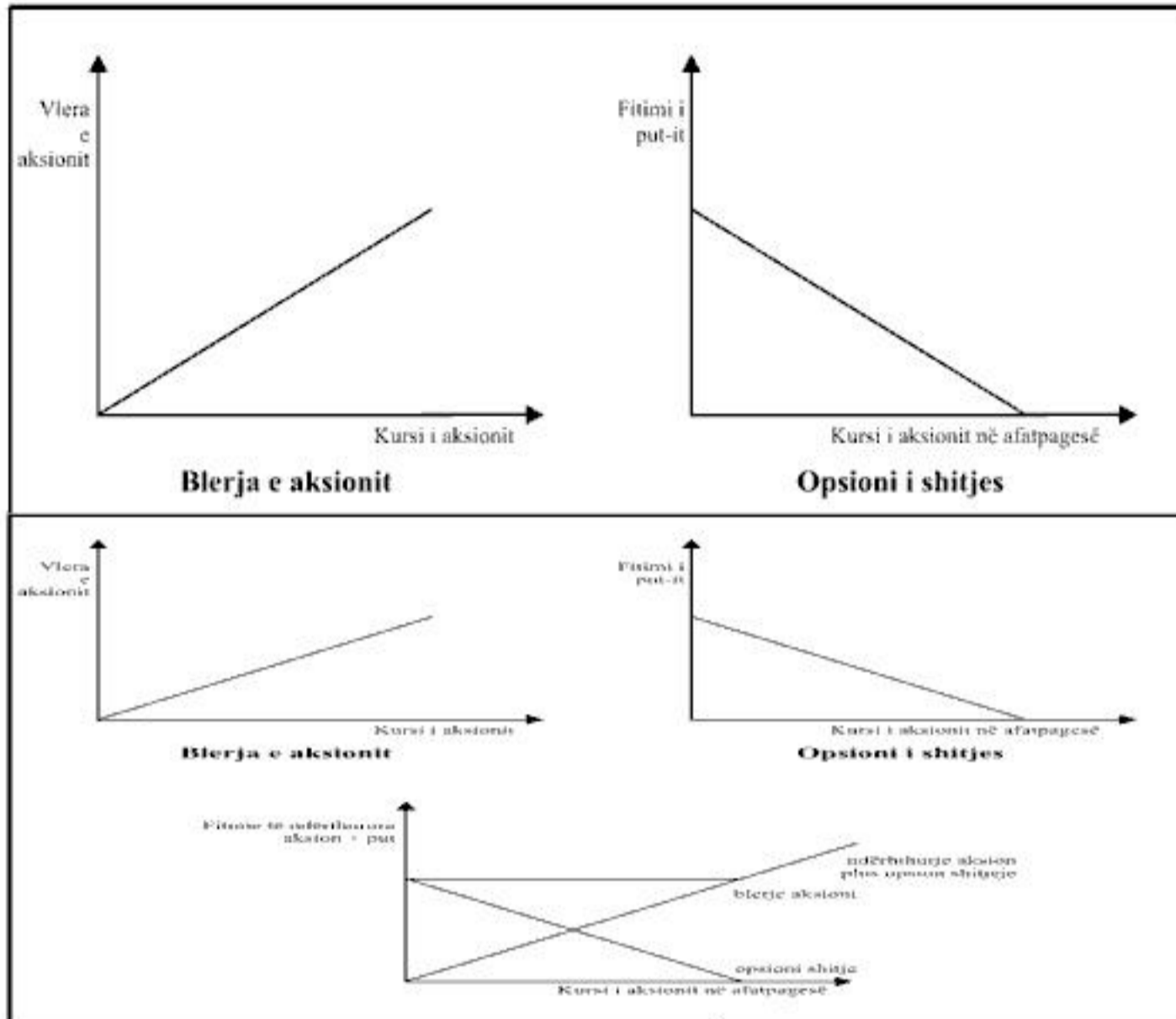
PROFILI I FITIMIT PËR BLERËSIN TË NJË OPSIONI BLERJEJE DHE TË NJË OPSIONI TË SHITJES

Si përfundim, të blesh një opion blerjeje dhe të shesësh një opion shitjeje do të thotë ta blesh me afat poshtëngjitjen. Vlera e një protofoli të tillë varet prej kursit të poshtëngjitjes me afatpagesë.



### 3.2. STRATEGJIA AKSION PLUS OPSION SHITJEJE:

Profili i fitimit i kësaj strategjie është si më poshtë:



PROFILI I FITIMIT PREJ STRATEGJISË AKSION PLUS OPSION SHITJEJE

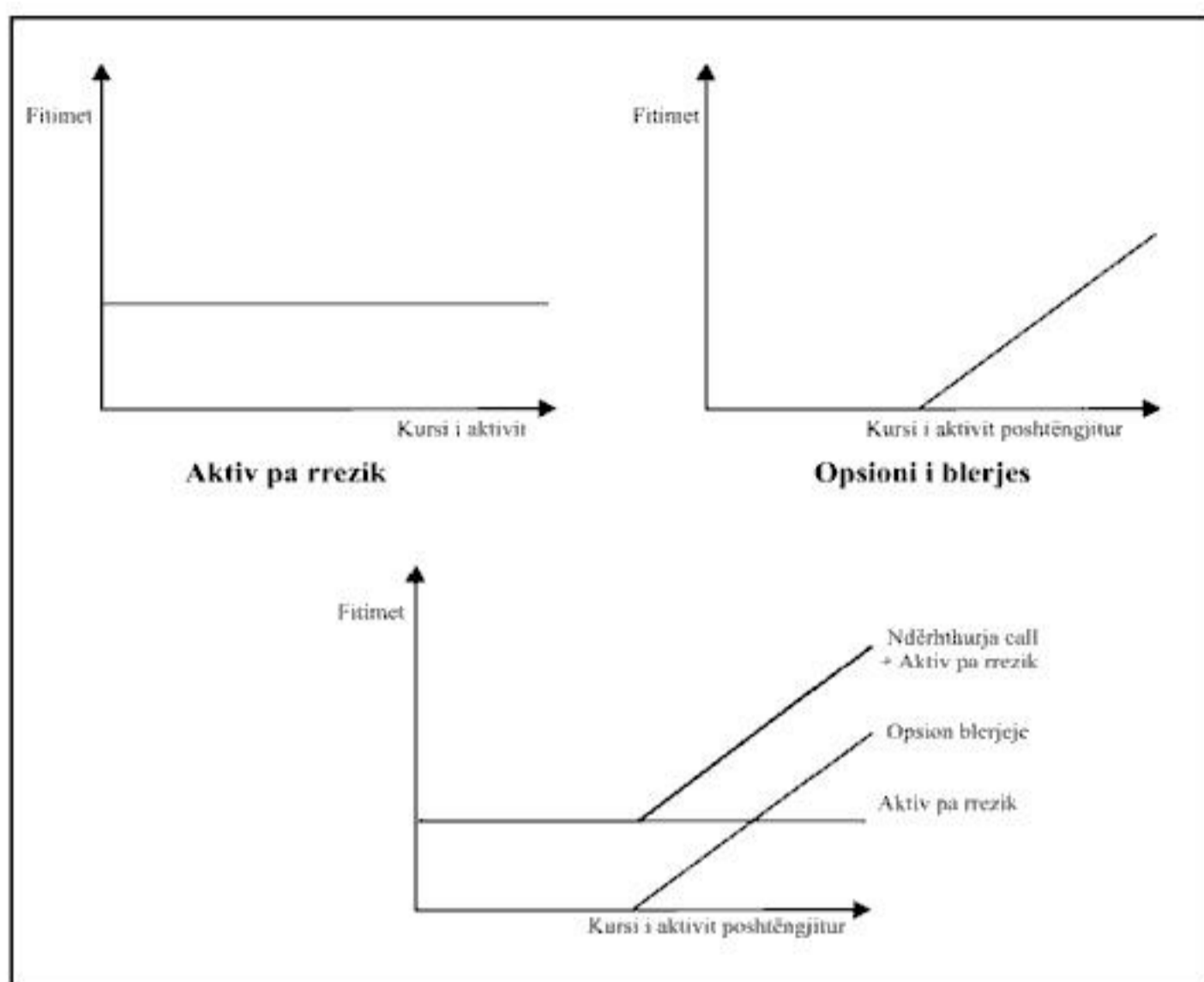
Në afatpagesën e opsionit, nëse kursi i aktivit poshtëngjitur është më i lartë sesa çmimi i ushtrimit, opsioni nuk ushtrohet. Vlera e portofolit si rrjedhim, është e barabartë me kursin e aktivit poshtëngjitur.

Nëse kursi i aksionit është më poshtë sesa çmimi i ushtrimit, atëherë opsioni i shitjes nuk ushtrohet, vlera e portofolit është prej 30 €.

### 3.3. STRATEGJIA AKTIV PA RREZIK PLUS OPSIONI I BLERJES

Aktiv pa rrezik është për shembull, një obligacion. Në afatpagesë, nëse kursi i aktivit poshtëngjitur është më i lartë sesa çmimi i ushtrimit, call-i ushtrohet. Në rast të kundërt, nuk ushtrohet.

Profili i kësaj strategjie është si më poshtë:



PROFILI I FITIMIT I STRATEGJISË AKTIV PA RREZIK PLUS OPSION BLERJEJE

### 3.4. EKUACIONI I PARITETIT CALL-PUT

Ekuacioni i paritetit call-put shprehet si më poshtë:

$$S + P = \frac{E}{(1+r)^t} + C$$

ku:

S = kursi i aksionit,

P = vlera e opsionit të shitjes,

E = çmimi i ushtrimit,

r = norma pa rrezik,

t = kohëzgjatja e afatpagesës,

C = vlera e opsionit të blerjes.

Ky relacion është themelor, sepse mundëson që të nxirret vlera e një prej 4 aktiveve, duke u nisur prej 3 të tjerëve.

Kështu, duke e ditur vlerën e një opsioni të shitjes europiane mbi një aksion, përcaktohet menjëherë vlera e një call-i me po atë çmim ushtrimi dhe me po atë afatpagesë.

$$C = S - \frac{E}{(1+r)^t} + P$$

Për shembull, nëse kursi i aksionit është prej 30 €, çmimi i ushtrimit prej 30 €, afatpagesa prej 1 viti, norma pa rrezik me 6% dhe vlera e opsionit të shitjes 5 €, atëherë çmimi i call-it është:

$$C = 30 - \frac{30}{1,06} + 5 = 6,7€$$

Nëse, duke e ditur vlerën e call-it, kërkojmë vlerën e put-it, fomula do të jetë si më poshtë:

$$P = C - S + \frac{E}{(1+r)^t}$$

## SEKSIONI II: VLERËSIMI I OPSIONEVE

Ideja për të paraqitur evoluimin e kursit të aksioneve nëpërmjet një sistemi binomial është e W. Sharpe. Cox-i, Ross-i dhe Rubinstein-i më pas e rimorën idenë për të vlerësuar opsionet, duke përpunuar një model evolimi të opsioneve: metodën binomiale.<sup>1</sup>

Modeli i vlerësimit të opsioneve europiane, i paraqitur nga Bleku dhe Skoulzi më 1973 në një artikull të famshëm, përbën një etapë madhore të financës moderne.<sup>2</sup> Pasi arriti të po ato rezultate si Bleku dhe Skoulzi, R. Merton-i e përgjithësoi modelin për të marrë parasysh një dividend.<sup>3</sup>

Duke qenë më realist sesa modeli binomial, modeli i Blekut dhe Skoulzit që nga ajo kohë përbën pikën e referimit për specialistët në fushën e vlerësimit të opsioneve. Arsyetimi i Blekut dhe Skoulzit është analog me metodën binomiale, por i shton hipotezën për një përshtatje të vijueshme të portofolit të investuesit.

### I. MODELI BINOMIAL

Do të shohim se, falë relacionit të paritetit call-put, çmimi i një call-i mund të përcaktohet në funksion të çmimit të aktivit poshtëngjitur, normës pa rrezik, çmimit të ushtrimit, si dhe çmimit të put-it me të njëjtën afatpagesë dhe me të njëjtin çmim të ushtrimit.

Tani për tani, do ta përcaktojmë çmimin e një opsioni blerjeje pa e ditur çmimin e opsionit të shitjes. Për ta bërë këtë, do të ndërtojmë një call sintetik. Veç kësaj, arsyetimi ynë do të ngrejë hipotezën se aksioni në afatpagesë nuk mund të marrë veçse dy vlera, ose edhe 2 “gjendje”. Modeli me 2 gjendje është reduktues, por ai ndodhet në bazën e modelit binomial. Për më tepër, ai ndihmon për të kuptuar modelin e Blekut e të Skoulzit.

Do të nisemi prej shembullit të mëposhtëm: një opsion blerjeje për 1 vit me çmimin e ushtrimit 100 € për një titull, kursi aktual i të cilit është 100 €. Norma pa rrezik është prej 6 %.

<sup>1</sup> Cox J., Ross S. dhe Rubinstein M., “Option Pricing: A simplified Approach”. *Journal of Financial Economics*, tetor 1979.

<sup>2</sup> Black F. et Scholes M., “The Pricing of options and Corporate Liabilities”. *Journal of Political Economy*, maj-qershor 1973.

<sup>3</sup> Merton R., “Theory of rational option pricing”. *Bell Journal of Management Science*, nr. 4, pranverë 1973.



Në afatpagesë, për 1 vit, kursi i aksionit është ngritur në 120 € ose është ulur në 90 €. Në afatpagesë opsioni do të ketë vlerën e tij të vetësishme: 20 € ose 0.

Kursi aktual i aksionit	Kursi i aksionit në afatpagesë	Fitimi për call
100	120	20
	90	0

I njëjti rezultat në afatpagesë mund të arrihet nëpërmjet një ndërthurjeje tjetër: blerja e aksionit, të financuar me anë të një huaje. Huaja është e garantuar prej aksionit, prandaj madhësia më e lartë që mund të huazohet, kapitali + interesat, është prej:  $\frac{90}{1,06}$  domethënë 84,9.

Meqë kursi i aksionit ishte 100 €, investuesi merr hua 84,9 € dhe vetë e financon diferencën prej 15,1 €.

Në afatpagesë kursi i aksionit le të jetë 129 €, ose le të jetë 90 €. Gjendja e investuesit është si më poshtë:

Kursi aktual i aksionit	Kursi i aksionit në afatpagesë	Fitimi në afatpagesë
100	120	30
	90	0

Portofoli i ndërtuar në këtë mënyrë nuk e përsërit fitimin e opsionit të blerjes: ai nxjerr një fitim prej 30 € kundrejt një fitimi prej 20 € bashkë me call-in. Prandaj duhet njehsuar numri i aksioneve për t'i blerë që të dyfishohet opsioni i blerjes.

Ky përpjesëtim i mbulimit, ose delta, është raporti ndërmjet variacionit të vlerave të opsionit dhe variacionit të vlerave të aksionit në afatpagesë. Domethënë do të ishte për shembullin tonë:

$$\delta = \frac{20 - 0}{120 - 90} = 0,66$$

Si përfundim, blerja e 2/3 të aksionit ndërthurur me një hua prej 2/3 të kursit minimum përbën një call sintetik.

Për shkak të ligjit të çmimit unik, çmimi i call-it dhe ai i call-it sintetik duhet të jenë identikë, sepse në rast të kundërt do të ketë mundësi për arbitrazh.

$$C = \text{delta} \times \text{aktivi poshtëngjitur} - \text{kapitali i huazuar}$$

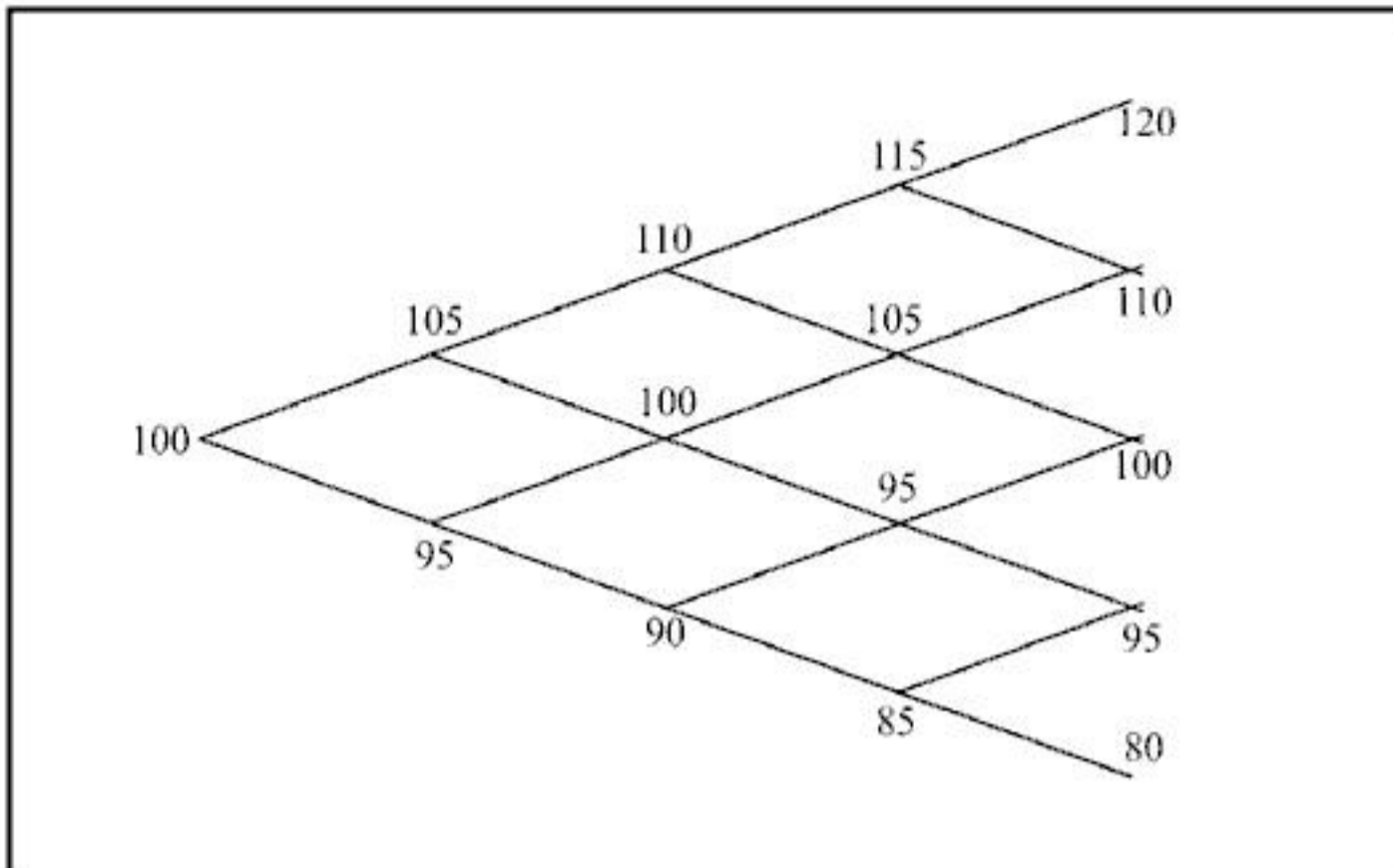
$$C = 0,66 \times S - 56,60$$

$$C = 66,66 - 56,60 = 10,06 \text{ €}$$

Hipoteza, sipas së cilës aksioni nuk mund të marrë veçse vlera në afatpagesë është tepër reduktuese, përbën kufirin e modelit.

Megjithatë asgjë nuk pengon, që të ketë përgjatë viteve disa nënperiudha, ndër të cilat do të kishte shumë nënperiudha tepër të shkurtra. Këtë e quajnë sistemi binomial.

Mbi bazën e variacioneve prej 5 €, do të kishim drurin e mëposhtëm:



## 2. MODELI I BLACK-UT DHE SCHOLES-IT

Modeli i Blekut dhe Skoulzit mundëson që të vlerësohen opsionet europiane për tituj që nuk shpërndajnë dividende. Koha në këtë model rrjedh në mënyrë të vazhduar. Intervali i ndërkohëve ndërmjet dy transaksioneve të njëpasnjëshme është skajshmërisht i vogël. Përafrimi mund të gjykohet mjaft realist për tregun e aktiveve.

Ekuacioni bazë i Blekut dhe Skoulzit për një opion blerjeje është si më poshtë:

$$C = S \times N(d_1) - E \times N(d_2) \times e^{-rt}$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/E) + (r + \sigma^2/2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

ku:

C = çmimi i opsionit të blerjes

S = kursi i aksionit poshtëngjitur

E = çmimi i ushtrimit të opsionit

r = norma vjetore pa rrezik

t = koha deri në afatpagesë (e shprehur në fraksione të vitit)

e = funksioni eksponencial

ln = logaritmi neperian

s = diferenca tip e normës së rentabilitetit të poshtëngjitjes.

Nga formula e opsionit të blerjes nxirret vlera e opsionit të shitjes, duke zëvendësuar çmimin e call-it me vlerën në relacionin e paritetit put/call:

Formula e vlerës së opsionit të shitjes atëherë është:

$$P = (N(d_1) - 1)S + (1 - N(d_2))E \times e^{-rt}$$

R. Merton i ka shtrirë modelin bazë, duke marrë parasysh derdhjen e një dividendi  $d$  konstant. Formula e vlerësimit e Mertonit është:

$$C = N(d_1) \times S \times E^{dt} - N(d_2) E \times e^{-rt}$$
$$d_1 = \frac{\ln(S/E) + (r - d - \sigma^2/2)t}{\sigma \sqrt{t}}$$
$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{t}$$



## KREU 6

### FINANCIMI AFATSHKURTËR I NDËRMARRJES

Duke e pasur të fiksuar nivelin e FQ, mbetet që të financohet pjesa e NFQ, e cila nuk mbulohet prej FQ. Nevoja e financimit, e përftuar prej shfrytëzimit mund të sigurohet me anë të tipave të ndryshëm të kredive afatshkurtra. Këto kredi, të paraqitura në seksionin I në parim, nuk duhet të marrin pjesë në asnjë mënyrë në financimin e nevojave të përhershme. Veç kësaj, do të duhet të rimbursohen me anë të hyrjeve prej shfrytëzimit, ndërsa financimet afatmesme dhe afatgjata duhet të bëhen nëpërmjet AVF.

Zgjedhja e mënyrës së financimit diktohet prej faktorëve të kostos, një pikë e trajtuar në seksionin II.

Menaxhimi i kaitalit të disponueshëm që mbulon parashikimin, vijimi i fluksit të kapitalit të disponueshëm dhe mbulimi i nevojave të financimit janë trajtuar në seksionin III.

Së fundi, ndërmarrja përballet me rrezikun e variacionit të normës së interesit, që mund të kthehet në një shtim të kostos për financimin e saj, ose prej një uljeje të të ardhurave nga investimet e saj. Që nga mesi i viteve 80, arkëtarët kanë në duar teknika të mbulimit të rreziqeve prej normës së interesit, të cilat paraqiten në seksionin e fundit.

Plani i kreut 5 është si më poshtë:

Seksioni I	: Kreditë afatshkurtra.
Seksioni II	: Kostoja e financimeve afatshkurtra.
Seksioni III	: Menaxhimi i kapitalit të disponueshëm.
Seksioni IV	: Menaxhimi i rrezikut të normës së interesit.



## SEKSIONI I: KREDITË AFATSHKURTRA

Financimi i nevojave të kapitalit të disponueshëm për ndërmarrjet franceze, ndryshe prej shumë vendeve të tjera të huaja, përgjithësisht ka natyrë objektive, domethënë mbështetet te kreditimet tregtare ose te niveli i stoqeve. Kreditë subjektive, përkundrazi, mbështeten te nevojat e financimit të ciklit të shfrytëzimit.

Natyra e rrezikut ndryshon për bankierin huadhënës. Në rastin e një kredie objektive, rreziku i bankierit është më pak i rëndësishëm, duke pasur parasysh garancitë prej të cilave përfiton. Prirja e kohëve të fundit në Francë është të përkrahet drejtimi te kredia globale e shfrytëzimit, një funksion i nevojave të shfrytëzimit të ndërmarrjes.

Format e financimit afatshkurtra janë të shumta. Për paraqitjen e tyre, ato që përdoren më shpesh janë grupuar në tri kategori: kredi që merren nga mobilizimi i kreditimeve tregtare, kredi që merren në formën e kredive të kapitalit të disponueshëm dhe forma të tjera të kredive afatshkurtra.<sup>1</sup>

### I. KREDITË NGA MOBILIZIMI I KREDITIMEVE TREGTARE

#### I.1. SKONTOJA TREGTARE

Skontoja është formë e kredisë afatshkurtër që përdoret më shumë në Francë.

##### I.1.1. MEKANIZMI I SKONTOS

Kredia ndërmjet ndërmarrjeve më shpesh materializohet nëpërmjet bonove tregtare: çek këmbimi (ose kambial) dhe bono urdhërpagese.

Kambiali është një çek, me të cilin kredituesi i quajtur lëshues jep urdhër për blerësin, e quajtur tërheqësi, që të paguajë një shumë të caktuar në një datë të caktuar.

Bonoja urdhërpagesë është një çek, me të cilin blerësi i quajtur nënshkruesi merr përsipër të paguajë një shumë të caktuar në një datë të caktuar për një të tretë, të quajtur përfituesi.

Skontoja është një operacion nëpërmjet të cilit ndërmarrja mobilizon te një bankë bonot tregtare që ende nuk kanë ardhur. Banka skontuese e krediton llogarinë e ndërmarrjes për vlerën aktuale të bonove tregtare, domethënë për vlerën e tyre nominale pas zbritjes së interesave që do të mblidhen deri në afatpagesë, komisioneve dhe shpenzimeve. Ndërhyjnë këtu dy operacione: një operacion kredie i ndjekur prej një operacioni arkëtimi të kreditimeve.

Banka që është pronare e bonove, si rregull e merr rimbursimin prej arkëtimeve të bonove në kohën e afatpagesës së tyre. Megjithatë, përgjithësisht skontoja bëhet me kusht përfundimi të mirë (K.P.M.), që do të thotë se në

<sup>1</sup> Kreditë afatshkurtra për eksportin paraqiten në seksionin 2 të kreut 14, f. 323.



rast mospagimi në afatpagesë, banka ia debiton llogarinë ndërmarrjes lëshuese. Në rast të një skontoje pa kërkesë banka nuk mund të bëjë padi kundër ndërmarrjes lëshuese në rast mospagese.

Banka cakton, më shpesh për një vit, kërkesën për skontimin maksimal, ose tavanin e skontimit, që ajo është e predispozuar t'ia lejojë klientit të vet. Tavani është funksion i shifrës së xhirove të shlyera prej bonove tregtare, i kohëzgjatjes mesatare të kredive të dhëna nga ndërmarrja klientëve të saj dhe rrezikut të ndërmarrjes.

### 1.1.2. PËRPARËSITË DHE TË METAT E SKONTOS

Për bankën skontoja sjell përfitime të padyshimta. Kjo është një kredi, që paraqet rreziqe të zvogëluara, në atë shkallë që mbështetet në një operacion tregtar, i cili si rregull siguron zgjidhjen në afatpagesë. Për ta pakësuar rrezikun e vet, bankieri mundet, veç kësaj, t'i "tërheqë" bonot dhe të refuzojë skontimin e të tërhequrave mbi ndërmarrjet, për të cilat e gjykon se kanë aftësi pagese të pamjaftueshme, ose në një letër mirësjelljeje a bujarie.

Përfitimet e skontos për ndërmarrjen janë te kostoja e saj dhe shpejtësia e marrjes së fondeve. Kostot janë të vogla, sepse rreziku i bankierit është i kufizuar; shpejtësia vjen, sepse brenda kufizimit të tavanit të vet, ndërmarrja kreditohet pa ndonjë vonesë që nga zbritja e saj.

Nga ana e kundërt, skontoja shkakton kosto të mëdha për pagat te bankat. Për këtë arsye ato janë orvatur të gjejnë zgjidhje për të shmangur skonton tradicionale: KMKT dhe ÇKN.

## 1.2. KREDIA E MOBILIZIMIT TË KREDITIMEVE TREGTARE (K.M.K.T.)

Teknika e KMKT, që është vendosur më 1967 me qëllim për të lehtësuar anët negative të skontos, e shkëput operacionin e kredisë dhe operacionin e marrjes.

### 1.2.1. FUNKSIONIMI I KMKT

KMKT mbështetet te skontimi i një bonoje urdhërkëmbimi përfaqësuese të kreditimeve të mbajtura prej ndërmarrjes nënshkruese me urdhër të bankës. Bonoja grupon të gjitha ose një pjesë të kreditimeve të lindura gjatë një periudhe prej 10 ditësh dhe që vijnë në afatpagesë në data të afërta me shkallëzim për të njëjtin dhjetëditësh. Kohëzgjatja e një bonoje është më e shumta 90 ditë.

Banka e skonton bonon dhe rimbursohet nëpërmjet shlyerjes së kreditimeve.

### 1.2.2. PËRPARËSITË DHE KUFIZIMET E KMKT

KMKT i jep ndërmarrjes mundësinë për të mobilizuar tërësinë e kreditimeve të saj që nga faturimi. Ndryshe prej skontos, në të vërtetë ajo nuk mbahet duke pritur rikthimin e kambialeve të klientëve për të mobilizuar, sepse mbështetja e skontos është bonoja e urdhërpagesës që nënshkruan.

Për bankën, KMKT edhe kur mbetet afër skontos, përfaqëson një "kredi në të bardhë", domethënë të dhënë në funksion të rrezikut që i bie huamarrësit. Prandaj është një kredi më e rrezikuar, të cilën banka ua rezervon klientëve të vet cilësorë. Për ta pakësuar rrezikun e financimit të dyfishtë, ndërmarrja duhet të zotohet që të mos i drejtohet njëkohësisht skontos.

Së fundi, KMKT që ka qenë caktuar për të zvogëluar koston bankare të arkëtimit të kambialeve, në praktikë nuk e ka shmangur nevojën për t'iu drejtuar kambialit për të mbuluar kreditimet. Kjo është një prej arsyeve, që shpjegojnë suksesin e paktë të formulës. Por duhet pranuar se ka qenë hapi i parë drejt nocionit të kredisë globale të shfrytëzimit.

### 1.3. ÇEKU I KËMBIMIT I NGRITUR (ÇKN)

Në Francë ÇKN është zbatuar më 1973 dhe përbën një formë të automatizuar të çekut të këmbimit. Ai mbështetet mbi idenë, sipas së cilës marrja e kreditimeve mund të bëhet pa e bërë që të qarkullojnë realisht çeket ndërmjet bankave. Prova e pagimit bëhet pa qenë nevoja që çeku t'i jepet debitorit.

ÇKN nuk qarkullon materialisht, po vetëm mbështetja e tij. Ndërmarrja ia kthen bankës kreditimet të klasifikuara sipas afatpagesave në një shirit magnetik ose të paraqitura në letër. Regjistrimet më pas i kalojnë kompjuterit të kompensimit të Bankës së Francës. Përpara afatpagesës tërheqësi merr listën e kambialeve, që me miratimin e tij do të paguhet në afatpagesë.

ÇKN ka interes për bankat, sepse e pakëson koston e trajtimit të mbulimit të kreditimeve për shkak se operacionet janë të informatizuara. Për ndërmarrjet, ai është më pak i barrësuar sesa skontoja.

### 1.4. SKONTOJA ME PROCEDURË DAILLY

Ligji i 2 janarit 1981, që quhet edhe ligji DAILLY, i plotësuar me ligjin bankar të 24 janarit 1984, ka vendosur një procedurë të re për cedimin e kreditimeve profesionale, të destinuara për të lehtësuar kreditë për ndërmarrjet. Fusha e kreditimeve të mobilizueshme është zgjeruar mjaft, sepse mund të zgjidhen kreditimet edhe të pamaterializuara nëpërmjet çeqeve, kreditimeve për eksportim dhe ato që mbahen mbi administrimin.

Cedimi ose sipas rastit edhe lënia peng realizohet duke ia kaluar bankës një bordero, të quajtur "borderoja Dailly", e cila përmban disa përmendje të detyrueshme: listën e faturave, madhësinë, emrin e tërheqësit... Borderoja e tregon qartë cedimin që bën transferimin e pronësisë së kreditimeve, ndërsa me lëniën peng janë thjesht kreditues garantues. Në rast se falimenton ceduesi, në këtë rastin e fundit ato do të shkarkohen nga kreditues të privilegjuar.

Procedura Dailly ka disa përparësi. Për ndërmarrjet, të cilat mund të mobilizojnë një gamë të gjerë kreditimesh, me kushte të favorshme; për bankat, sepse e shohin të përforcuar sigurinë e tyre nëpërmjet transferimit të pronësisë së kreditimit dhe nga mundësia për t'u drejtuar kundër ceduesit në rast mospagese.

## 2. KREDITË E KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Mobilizimi i kreditimeve tregtare që mbahen prej ndërmarrjes nuk mjafton gjithnjë për të siguruar financimin e gërshtës ndërmjet shpenzimeve dhe hyrjeve. Kështu bankat u japin ndërmarrjeve autorizimet e kredive, që përgjithësisht cilësohen "kredi të kapitalit të disponueshëm", të dhëna sipas kriterëve të gjendjes financiare, të fondit të qarkullimit, të nevojës për financim të ndërmarrjes...

Këto kredi tepër të buta përdoren për kohëzgjatje, që mund të jenë prej disa ditësh deri te disa muaj. Ato u përgjigjen po aq mirë nevojave të financimit të shfrytëzimit, sa edhe nevojave posaçërisht të lidhura me një veprimtari.

Klasifikimi i kategorive të ndryshme të kredive të kapitalit të disponueshëm është delikat. Ne do të paraqesim format më të përdorura.

### 2.1. MJETI I ARKËS

Madhësia e mjetit të arkës është funksion i shifrës së xhiros, i sektorit të veprimtarisë, i kohëzgjatjes së ciklit të shfrytëzimit, i gjendjes financiare të huamarrësit, si edhe i kredive të tjera tashmë të dhëna. Në parim, ai rrallë e tejkalon më shumë se një muaj të xhiros.



## 2.2. KREDITË E ZBULUARA

Kreditë e zbuluara janë kredi të caktuara për të financuar nevojat e vijueshme dhe me kohëzgjatje më të madhe sesa mjeti i arkës.

Bankat, në parim mbi bazën e vjetore të përtëritshme, japin autorizimin e kredisë së kapitalit të disponueshëm në funksion të gjendjes financiare dhe të nevojave të klientëve të tyre.

Këto kredi materializohen qoftë në formën e një llogarie debitore në kufirin e një tavani, qoftë në formën e tërheqjes së bonove urdhërpagesë në fitim të bankës. Këto bono quhen bono financiare ose edhe letra financiare.

Kufiri ndërmjet kategorive të ndryshme të kredisë së kapitalit të disponueshëm nganjëherë është mjaft i lëkundur dhe nuk është kurdoherë i mbështetur detyrimisht. Veç kësaj, bankat nganjëherë u japin klientëve të tyre një tavan global, të përdorshëm në forma të ndryshme brenda këtij autorizimi: kredi e zbuluar, kredi e menjëhershme (spot), kredi e përdorshme nëpërmjet bonove, paradhënie në valutë, çelje e kredisë dokumentare...

Format e kredisë së zbuluar më të zakonshme në përdorim janë:

- **kredi ndërrimi:** të dhëna përpara hyrjes së fondeve të afërta dhe të përcaktuara nga madhësia e tyre: cedim aktivesh, emetim obligacionesh, shtim kapitali...

- **kredi stinore:** formë kredie e caktuar për ndërmarrjet, veprimtaria e të cilave ka karakter stinor. Disa ndërmarrje kanë një cikël furnizimi dhe përpunimi stinor, ndërsa shitjet e tyre shpërndahen përgjatë gjithë vitit. Kështu ndodh, për shembull, me industrinë e sheqerit, me distileritë, me punishtet e konservimit... Disa të tjera prodhojnë gjatë gjithë vitit, por cikli i tyre i shitjeve është stinor, si për shembull, industria e lodrave, e skive ose e librave shkollorë...

Ndërmarrja cakton një buxhet parashikimi për kapitalin e disponueshëm, që nxjerr në dukje hyrjet dhe daljet gjatë fushatës. Madhësia e kredisë u përshatet nevojave të ndërmarrjes, e cila do të rimbursojë nëpërmjet arkëttimeve prej shitjeve të veta.

- **spot:** kredi me kohëzgjatje të shkurtër, që u jepet ndërmarrjeve të mesme e të mëdha. Norma e zbatuar është ajo e tregut monetar, shtuar për një marzh bankar të vogël. Ky financim i butë çmohet mjaft prej ndërmarrjeve. Grupet e mëdha tashmë parapëlqejnë bonot e thesarit për 1 ditë, dhe jo kreditë spot.

- **kreditë e kapitalit të disponueshëm** financojnë nevojat e përkohshme ose të përhershme të ciklit të shfrytëzimit. Përdoren qoftë si kredi e zbuluar, qoftë në rastin më të shpeshtë me bono.

## 3. FORMAT E TJERA TË KREDIVE AFATSHKURTRA

### 3.1. OBLIGACIONET ME DORËZANI

Obligacionet me dorëzani janë një mekanizëm i posaçëm i financimit të TVSH-së që duhet paguar dhe për doganën e detyrueshme. Ndërmarrja ka mundësinë të shtyjë pagimin e TVSH nga 2 deri në 4 muaj dhe doganat në 4 muaj, duke nënshkruar bono urdhërpagesë të Thesarit Publik. Procedura e bën të nevojshme dorëzantinë e një stabilimenti bankar.

Norma minimale e obligacioneve me dorëzani caktohet prej Thesarit Publik. Madhësia e tyre është funksion i madhësive bruto të taksave që duhen paguar.



### 3.2. BONOT E THESARIT

Bonot e thesarit, që janë bërë sipas modelit të 'commercial paper' amerikane, në Francë kanë hyrë në dhjetor 1985. Këto financime jobankare rezervuar kryesisht për ndërmarrjet e mëdha, i vënë ndërmarrjet që kanë nevoja financimi drejtpërdrejt në marrëdhënie me ndërmarrjet, që zotërojnë tepërca për t'i investuar.

Bonoja e thesarit është një titull kreditimi i bisedueshëm, që i jepet mbajtësit, duke pasur një interes, për një madhësi minimum dhe krijohet për një kohëzgjatje të caktuar.

Shpërblimi llogaritet mbi bazën e një norme fikse të caktuar ditën e emetimit ose pas hyrjes në fuqi të euros, mbi një normë të luhatshme. Interesat janë të paralogaritura, domethënë paguhen paradhënie mbi bazën e një numri ditësh të njehsuara me përpikëri për 360. Afatpagesa e bonos është e fiksuar dhe mund të shkojë nga 1 ditë në 10 ditë. Bonot emetohen çift dhe nuk kanë prim emetimi ose rimbursimi. Ato duhet të vendosen pranë një institucioni kredie, i cili e ka të drejtën nga statusi i tij për të marrë nga publiku fonde me të parë.

Në zanafillë, emetuesi i bonos së thesarit duhej të kishte siguruar prej një ose më shumë institucione kredish, zotimin që do t'i jepej një ndihmë në rastin kur gjendja e tregut nuk do të lejonte të kalohej te përtëritja e bonove. Ky angazhim i likuiditetit, që quhet vija e zëvendësimit, sot nuk ka më atë natyrë të domosdoshme. Megjithatë vijat e back up kërkohen prej agjencive rating (me zotësi kreditore).

Emetuesit kanë detyrë të botojnë informacione të rregullta: një njoftim informimi financiar duhet të botohet përpara çfarëdo emetimi të bonove.

Si financim duke hyrë drejtpërdrejt në treg, bonoja e thesarit përfaqëson një mënyrë financimi, të dalë prej kushteve të favorshme dhe tepër të buta si për madhësitë, ashtu dhe për afatpagesat.

Projekti STEP (Short Term European Paper) synon të etiketojë programet e emetimeve në nivel europian. Kjo etiketë u rezervohet emetuesve të mëdhenj.

### 3.3. FATURIMI

Faturimi është një transferim i kreditimeve tregtare nga titullari i tyre te një faktor, që merr përsipër të veprojë për mbulimin dhe garanton një përfundim të mirë, madje edhe në rast falimentimi të çastit ose të përhershëm të debituesit.

Faturimi prandaj është njëkohësisht një procedurë mbulimi, një teknikë garancie e rreziqeve dhe sipas rastit, një mjet financimi të kreditimeve.

Ai ka disa përparësi për përdoruesin, si:

- **marrja përsipër e rrezikut tregtar:** faktori paguan pa iu drejtuar faturave të vëna nga ndërmarrja,

- **menaxhimi i llogarisë së klientit:** llogaritë e klientëve të ndërmarrjes zëvendësohen me llogarinë faktor, gjë që e thjeshtëson mjaft menaxhimin.

Megjithatë përdorimi i faturimit është më i shtrenjtë sesa një financim me skontim. Komisioni për faturimin përfshihet ndërmjet 0,5 dhe 2,5 % të madhësisë së kreditimeve.

### 3.4. TITULLIMI

Kjo është një praktikë e zakonshme në Amerikën e Veriut ("asset securitization"), që u rezervohet kryesisht ndërmarrjeve të mëdha dhe në Francë kjo formë e financimit është zhvilluar për ndërmarrjet me përmasa mesatare.

Ai del nga një montim financiar i ndërlikuar: me mjete të posaçme, banka vlerëson një aktiv të shoqërisë (parkun e pasurisë së paluajtshme, llogaritë e klientëve...), duke hequr sa më shumë të jetë e mundur rrezikun e nënvleftësimit. Ky aktiv i cedohet një "special purpose company" ("SPC",

shoqëri e ndërtuar ad hoc) filial i bankës, që i bën reciproke përgjithësisht aktivet e shumë ndërmarrjeve kliente. Agjencitë e notëzimit (Moody's, Standard & Poor) nxiten që të japin një "rating" për SPC. Niveli tepër i ulët i rreziqeve sjell që të bëhen notëzimet më të mira (të tipit "A1/P1"), gjë që mundëson për një SPC të emetojë bono thesari me normë shumë të ulët, normë nga e cila ndërmarrja mund të financohet.

Përtej nivelit të vet, norma paraqet interes që të mbetet e qëndrueshme dhe pothuaj "e garantuar", pavarësisht se cilat do të jenë rrethanat e pasigurta ekonomike të ndërmarrjes (me përjashtim të depozitës së bilancit mjaft të sigurtë).

Kostoja e mundësisë për të hyrë është e lartë:

- Ekipet "financiarisht të strukturuar" të bankës ndërhyjnë duke faturuar një komision montimi ("structure fee").

- Ndërmarrja duhet të bëjë një raportim tepër të hollësishëm për aktivet e vëna në garanci.

## SEKSIONI II: KOSTOJA E FINANCIMEVE AFATSHKURTRA

Kostoja e kredive afatshkurtra përfshin 3 elementë:

- normat e interesit të referimit,
- komisionet bankare,
- ditët e vlefshmërisë.

### I. NORMAT E INTERESIT

Normat e kredive afatshkurtra janë norma të ndryshueshme, në funksion të një norme referimi, së cilës bankat i shtojnë një shtesë, NBB, që prej kohësh është referimi për rastin e kredive afatshkurtra, tashmë është zëvendësuar nga norma e tregut.

#### I.1. NORMA E BAZËS BANKARE (NBB)

NBB është e barabartë me “prime rate” amerikane dhe ka qenë referimi për tarifimin bankar deri në mesin e viteve 1980. Kjo normë, e fiksuar prej bankave, rishikohet periodikisht për të marrë parasysh variacionet e normës së tregut monetar, me të cilin përshtatet me një farë inercie, sidomos në uljet. Kjo gërshërë kundrejt normës së tregut ka bërë që ta humbasë interesin deri në atë pikë, sa nuk është më referimi për kreditë të disa NMV.

#### I.2. NORMA E REFERIMIT AFATSHKURTËR

Me hyrjen në përdorim të euros ka ndodhur një ndryshim i normës së referimit në fushën e kredisë bankare afatshkurtër. Tashmë të famshmet PIBOR (Paris InterBank Offered Rate) dhe TMP (Norma Mesatare e Ponderuar) janë zëvendësuar nga EONIA dhe ERURIBOR-i. TMM dhe TAM-i llogariten duke u nisur nga EONIA.

- EONIA: (Euro Overnight Index Average) është norma e tregut monetar europian, e njehsuar nga Banka Qendrore e Europës (BCE), duke u nisur prej një paneli stabilimentesh përfaqësuese të zonës euro, të barabartë me normën mesatare të ponderuar të operacioneve nga dita në ditë, të mbajtur prej bankave për njehsimin e euros. Botohet çdo ditë në orën 18.

- EURIBOR: (Euro InterBank Offerede Rate) zëvendëson PIBOR-in (TIOP). Është e barabartë me mesataren aritmetike të normave që ofrohen në tregun bankar europian për afatpagesa prej 1 jave dhe prej 1 deri 12 muaj.

- TMM ose T4M: Norma Mesatare Mujore e Tregut Monetar, e barabartë me të mesmen aritmetike të normave ditore të EONIA-s. Botohet nga Shoqata Franceze e Bankave (AFB) ditën e parë të punës të çdo muaji.

- TAM: Norma Vjetore Monetare. Norma e rentabilitetit të një investimi mujor për TMM, e përtëritshme çdo muaj, ndërsa interesat kapitalizohen çdo muaj. Njehsohet prej Arkës së Depozitave dhe Dorëzimeve.



Normës së referimit bankat i shtojnë shtesat në funksion të tipit të kredisë dhe të rrezikut që ka për huamarrësin.

Shtesa e posaçme e kredisë është në funksion të rrezikut të brendshëm që e ka vetë. Kështu për shembull, skontoja që paraqet më pak rrezik sesa kredia e zbuluar, pëson një shtesë më të vogël.

Shtesa e lidhur me huamarrësin varet prej rrezikut të vet që paraqet ndërmarrja. NVM-të përsëri më shpesh penalizohen në atë shkallë, në të cilën tradicionalisht shtesa është po aq më e rëndësishme sesa është e vogël përmasa e ndërmarrjes.

## 2. KOMISIONET BANKARE

Tipat e ndryshëm të komisioneve që mbahen nga bankat po ashtu përbëjnë një element që nuk mund të shpërfillet për koston e kredive afatshkurtra. Konkretisht këto janë:

- KKMZ (CPFD),
- komisioni i lëvizjes,
- komisioni i siglimit.

### 2.1. KOMISIONI I KREDISË MË TË ZBULUAR (KKMZ)

KKMZ i faturohet ndërmarrjes, që ka pasur një periudhë kredie të zbuluar. Ai njehsohet mbi kredinë e zbuluar më të madhe të muajit, përgjithësisht me normën 0,05 %. KKMZ ka tavan për tremujor në gjysmën e interesave debitore të tremujorit. Grupet e mëdha përgjithësisht janë të lira prej tij.

**Ilustrim:** Kredia më e zbuluar e regjistruar nga një shoqëri në shkurt është prej 3 000 000 €. KKMZ për t'u paguar me interesin debitor do të jetë për një muaj:

$$\text{KKMZ} = 3\,000\,000 \times 0,05 = 1\,500 \text{ €}$$

- nëse kredia e zbuluar ka kohëzgjatje 25 ditë me normë 11 %, totali i këmbimeve të nevojshme do të jetë:

•	interesat debitore: $\frac{3\,000\,000 \times 11 \times 25}{36\,000}$	22 916,67
•	KKMZ	1 500,00
•	Gjithsej	24 416,67

- nëse kredia e zbuluar ka kohëzgjatje vetëm një ditë, në po ato kushte:

•	interesa debitore: $\frac{3\,000\,000 \times 11\%}{360}$	916,67
•	KKMZ	<u>1 500,00</u>
•	Gjithsej	24 416,67 €

Rrjedhimisht, KKMZ është aq më shumë penalizues, sa më shumë kredia e zbuluar është afatshkurtër dhe sa më e madhe që të jetë. Megjithatë, nëse gjatë tremujorit shoqëria nuk ka shënuar ndonjë kredi tjetër të zbuluar, madhësia e KKMZ do të marrë si tavan gjysmën e interesave debitore, që do

të thotë në shembullin  $\frac{916,67}{2} = 458,34 \text{ €}$

## 2.2. KOMISIONI I LËVIZJES

Ai synon të taksojë regjistrimet e mëparshme të kaluara prej bankës sa herë që llogaria lëviz. Ai është prej 0,25 % mesatarisht mbi lëvizjet tregtare debitoare të ndërmarrjes.

Përfshihen disa operacione prej tij: shpenzimet, këmbimet, kalimet e llogarive në llogari të po asaj banke, ose kalimet e ekuilibrit në një bankë tjetër.

## 2.3. KOMISIONI I SIGLIMIT

Zbatohet për kreditë e përdorshme nëpërmjet mobilizimit të çeqeve tregtare ose financiare. Norma e tij është 0,60 %. Ky komision është vendosur nga bankat në epokën kur siglonin çeqet për të mundur që t'i riskantonin. Procedura e riskonimit është hequr. Ndonëse ai nuk përlligjej më, përsëri komisioni është mbajtur prej bankave...

Këtyre komisioneve bankat u shtojnë njësoj edhe shpenzimet e shpërblimit të shërbimeve të bëra, për shembull, arkëtimi i çeqeve tregtare, dërgimi për pranimin, shtyrja e çeqeve...

## 2.4. KOMISIONI I AKORDIT

Qysh prej disa vjetësh bankat propozojnë që komisioni i lëvizjes dhe me kredi më fort të zbuluar në kushte bankare standarde të zëvendësohet me një akord të pagueshëm përgjithësisht në tremujor me interesa debitorë.

Kjo formulë ka përparësinë se e thjeshton marrëdhënien bankë-ndërmarrje: tarifikimi bankar bëhet më i qartë, kontrolli më i lehtë. Në rast variacionesh të veprimtarisë lind një problem përshtatjeje, e sidoms në rastin e uljeve.

## 3. DITËT E VLERËS

Një nga veçoritë e bankave franceze është zbatimi i ditëve të vlerës për operacionet që trajtojnë. Realisht fondet vihen në dispozicion ose merren me një gërshtëri në raport me datën në të cilën është kryer operacioni. Duke u nisur pikërisht nga kjo datë vlerë njehsohen saldot debitoare e kreditore dhe skontohehen këmbimet.

Bankat e përlligjin zbatimin e ditëve të vlerës me shkakun e vonesave të përpunimit dhe të qarkullimit të fondeve. Megjithatë, përparimet e bëra në fushën e trajtimit të operacioneve e të transfertave bankare falë informatikës, në të vërtetë nuk kanë më pasoja mbi nivelin e datave të vlerës...

Ora e bërjes, natyra e ditës ushtrojnë ndikim mbi njehsimin e ditëve të vlerës:

- **ora e arkës:** është ora në të cilën përfundon dita e punës së bankës. Përgjithësisht ajo është e ndryshme prej orës së mbylljes së sporteleve. Operacionet e bëra pas orës së arkës quhen se janë bërë të nesërmen.

- **ditët kalendarike** janë tërësia e ditëve sipas kalendarit,

- **ditë e punës** janë ditët në të cilat punohet, domethënë duke përjashtuar të shtunat e të dielat (ose të dielat dhe të hënat për agjencitë që punojnë të shtunave) dhe ditët e festave.

- **ditët e hapura** janë ditët e punës duke hequr ditët e pushimit që janë vetëm për profesionin e bankave.

Ditët "target" janë ditët e festave zyrtare në Francë, gjatë të cilave funksionojnë sistemet e shlyerjes për sasisht e mëdha.

Një pjesë e operacioneve të kredisht shprehet në ditë të hapura; operacionet e debisë janë në ditë kalendarike. Llogaria rrjedhimisht mund të debitohet të shtunën ose të dielën.

Data e vlerës së zbatuar për operacionet e kredisë vjen pas datës së operacionit; ajo vjen përpara për operacionet e debisë. Fondet që bankat i mbajnë kështu në dispozicionin e vet nëpërmjet lojës me datat e vlerës quhen “float”.

Këto dallime janë me rëndësi, siç e ilustron shembulli i mëposhtëm:

Të marrim rastin e një ndërmarrjeje që në datën J çon për arkëtim një çek prej 100 000 €, për të cilin banka zbaton një datë të vlerës prej 3 ditësh kalendarike. Të nesërmen ndërmarrja kryen një tërheqje me para në dorë prej 50 000 €, një operacion ky i kryer për vlerën J-1 kalendarike.

Atëherë vëmë re se llogaria e ndërmarrjes paraqet një saldo kreditore në kapitale prej 100 000 € në J, por në vlerën e saldos së vet është debitore prej 50 000 € të J dhe kjo deri në J+3. Si rrjedhim, nëse kjo saldo e nisjes do të ishte zero, ndërmarrja do të pësonte interesa debitorë të J me J+3.

	Paraqitja e çekut për arkëtim J	Tërheqja në para J + 1	Kredia e çekut në datë të vlerës J + 3
Saldoja në kapitale	+ 100 000	+ 50 000	+ 50 000
Saldoja në vlerë	- 50 000	- 50 000	+ 50 000



## SEKSIONI III: MENAXHIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Gjatë dhjetëvjeçarit të fundit kapitali i disponueshëm që për shumë kohë nuk ishte përfillur, ka bërë një evoluim të ndjeshëm. Këtë evoluim e shpjegojnë ndërthurja e një vargu dukurish.

Mjedisi monetar e financiar ka pësuar një ndryshim të thellë gjatë viteve 80: mënjanimi i ndërmjetësisë së bankave, heqja e rregulloreve për tregjet dhe kreditë, produkte të reja financiare... Po ashtu janë shtuar tepër rreziqet që kalojnë ndërmarrjet: variacionet e forta të normës së interesit, luhatshmëria e kurseve të këmbimit... Së fundi, ndërmarrjet janë bërë të vetëdijshme se ecuria financiare jep ndihmesë për ta rritur rentabilitetin e kapitalit.

Në këtë kontekst, kapitali i disponueshëm është bërë fushë e specialistëve. Është fare e qartë, se objektivat dhe organizimi i shërbimit të kapitalit të disponueshëm ndryshojnë sipas ndërmarrjeve. Në ato më të voglat, objektivi është që të pakësohen sa më shumë kostot dhe të mbahen gjallë marrëdhëniet bankare. Nganjëherë këtë funksion e kryen kryellogaritari. Në ndërmarrjet e mëdha kapitali i disponueshëm nganjëherë del si një qendër fitimi autonom. Personeli për këtë mund të jetë i madh dhe të ketë një sallë tregtimi, që i mundëson të ndërhyjë drejtpërdrejt në tregjet.

### 1. ROLI I ARKËTARIT

Arkëtari i ndërmarrjes ndjek një varg objektivash:

- të përcaktojë **buxhetin dhe planifikimin e kapitalit të disponueshëm** me qëllim që të parashikojë nevojat për t'u mbuluar, ose tepricat për t'i investuar.
- të parashikojë **evoluimin e pozitës së tij bankare** dhe të përpiqet të pakësojë tepricat të paineduara, të cilat janë burim i kostos së rastit.
- të ndjekë **kapitalin e disponueshëm nga dita në ditë**, të shpejtojë hyrjet e fondeve, të kontrollojë daljet nga arka, të kontrollojë kushtet e zbatuara nga bankat mbi operacionet (normat, lojën e vlerës, shpenzimet, komisionet...).
- të sigurojë **likuiditetin e ndërmarrjes**.
- të **financojë nevojat e financimit** me koston më të ulët dhe/ose të sigurojë investimin e tepricave të kapitalit të disponueshëm me kushtet më të mira.
- të **administrojë rreziqet e normës së interesit dhe të këmbimit**.

### 2. BUXHETI OSE PLANIFIKIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Buxheti i kapitalit të disponueshëm ose ndryshe planifikimi i kapitalit të disponueshëm si rregull përfshihet në kuadrin e procedurës buxhetore. Ai është rezultante e buxheteve të tjera (buxheti i shitjeve, buxheti i blerjeve, buxheti i shpenzimeve për personelin, buxheti i investimeve...); drejt tij

konvergjojnë gjithë shpenzimet dhe gjithë hyrjet e parashikueshme, pavarësisht nga natyra e tyre: blerjet, shitjet, shpenzimet e personelit, investimet, huatë, cedimet...

Horizonti i buxhetit të kapitalit të disponueshëm përgjithësisht është vjetor, por mund të mbulojë edhe një horizont shumëvjeçar me qëllim që të ketë një parashikim të kapitalit të disponueshëm për një periudhë më të gjatë. Parashikimet po ashtu mund të jenë të lëvizshme ose rrëshqitëse për 12 muajt që do të vijnë. Në fillim ai vendoset globalisht, por pastaj ndahet sipas muajve.

Qëllimi i planifikimit të kapitalit të disponueshëm është parashikimi i saldoeve mujore të kapitalit të disponueshëm, me qëllim që të merren vendime financiare afatshkurtra të përshtatshme: politika e financimit dhe e investimit, bisedimet për vijat e kredisë ose për vijat e garancisë me bankat. Gjithashtu duhet të mundësojë të verifikohet koherenca financiare e tërësisë së buxhetit: objektivat e parashikuar për buxhetin a janë të përputhshme me shtrëngesat financiare afatshkurtra?

Metoda është që nga njëra anë, të shqyrtohen arkëtimet e parashikuara, dhe nga ana tjetër, shpenzimet e parashikuara më shpesh mbi bazë mujore në mënyrë që të përcaktohet një saldo e kapitalit të disponueshëm përpara se të merret vendimi për financim ose për investim.

### 2.1. PARASHIKIMI I ARKËTIMEVE

Në thelb, hyrjet vijnë nga shitja e mallrave ose e shërbimeve që prodhon ndërmarrja. Duke u nisur prej parashikimit të hollësishëm të faturimit, është e mundur të përcaktohet një parashikim i përmuajshëm i shlyerjeve që duhen marrë sipas kohëzgjatjes mesatare të kredive-klientëve dhe duke integruar po ashtu vonesat e rastit ose moskryerjet e pagesave.

Segmentimi i shitjeve sipas kategorive homogjene (për shembull, Francë /eksport /administrim /ndërgrupor...) mundëson që parashikimi të bëhet më i hollësishëm, duke zbatuar statistika të shlyerjeve përkatëse për secilën kategori. Po ashtu përcaktohen paradhëniet e parapagimet për disa veprimtari, si punimet publike, aeronautika... për të cilat kontratat e shitjeve përgjithësisht përbëjnë derdhje parapagimesh ose paradhëniesh.

### 2.2. PARASHIKIMET E DALJEVE NGA ARKA

Këto kanë të bëjnë kryesisht me blerjet, shpenzimet e personelit, kuotizacionet e shoqërive, barrë të tjera, TVSH...

- **buxheti i blerjeve:** duke u nisur nga parashikimet e blerjeve, ndërmarrja industriale përpunon një plan prodhimi, prej të cilit del buxheti i furnizimeve dhe i blerjeve. Metoda e parashikimit të shlyerjeve prej furnizuesve ka lidhje me atë të arkëtimeve: nëpërmjet zbatimit të ligjeve statistike të kushteve të pagesave furnizuesve. Blerjet shprehen në TTC.

- **buxheti i shpenzimeve të personelit** bën dallimin e pagave neto të derdhura personelit, barrët e shoqërisë të rrogave dhe të kuotizacioneve të shoqërisë si ndërmarrje. Datat e shlyerjes së barrëve të personelit njihen me përpikëri.

- **barrët e tjera** nganjëherë sjellin në nënbuxhete të ndryshme. Disa prej këtyre barrëve kanë afatpagesa të përpikta (qiratë, qiradhëniet, tatimet mbi shoqëritë...) dhe mund të vendosen me lehtësi në buxhetin e kapitalit të disponueshëm. Për shpenzimet e tjera (furnizime, të konsumueshme, të ndryshme...), madhësia e të cilave më shpesh është modeste, kryhet sipas teknikës së pajtimit, duke e ndarë madhësinë aforfe.

Shpenzimet jashtë shfrytëzimit mbulojnë, për shembull, shpenzimet e investimeve, rimbursimet e huave, shpërndarjet e dividendeve. Si rregull, ato vendosen me lehtësi në buxhetin e kapitalit të disponueshëm.



### 2.3. EKUILIBRIMI I SALDOVE MUJORE TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM

*Krahasimi i fluksit të hyrjeve dhe të shpenzimeve përcakton saldot mujore të kapitalit të disponueshëm të parashikuar.*

Duhet vështruar dy raste, sipas të cilave saldot e parashikueshme mund të jenë për kohë të gjatë deficitare ose me tepriçë.

#### *a) Saldot e parashikueshme deficitare*

Në rastin e saldove të parashikueshme deficitare ndërmarrja duhet të përballojë një nevojë financimi afatshkurtër. Arkëtari në radhë të parë do të shqyrtojë veprimet, të cilat mund të ndërmerren për të përmirësuar ekuilibrin e kapitalit të disponueshëm, të tilla si:

- përshtetimi i mbulimeve, duke i zvogëluar vonesat e kredive dhënë klientëve, në atë shkallë që veprimi është i pajtueshëm me politikën tregtare.
- të kalohen madje të hiqen disa shpenzime të futura në buxhet, për shembull, disa investime, shpërndarja e dividendeve...

Arkëtari më pas do të kërkojë mjetet e financimit më të përshtatshme për financimin e nevojave të veta.

#### *b) Saldot e parashikueshme tepriçë*

Në rastin kur saldot e parashikueshme do të jenë për një kohë të gjatë me tepriçë, arkëtari duhet të analizojë prejardhjen e tyre. Kështu, nëse ndërmarrja ka një fond qarkullimi neto tepriçë, ai do të shqyrtojë a ka interes ta mbajë në atë nivel dhe a mos është më mirë ta zvogëlojë, duke bërë një rimbursim të huave para kohe, ose duke i zvogëluar projektet për hua të reja. Po ashtu ai do të shqyrtojë investimet më të përshtatshme.

## 3. MENAXHIMI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM NGA DITË NË DITË

Buxheti i kapitalit të disponueshëm na jep një parashikim global të flukseve të kapitalit të disponueshëm dhe mundëson që të nxirren saldot mujore për t'i financuar ose për t'i investuar. Në të vërtetë, gjatë muajit saldoja e kapitalit të disponueshëm ndryshon nga dita në ditë, madje nganjëherë regjistron luhatje të mëdha të amplitudës. Kështu, menaxhimi i përditshëm i kapitalit të disponueshëm kërkon një njohje shumë më të përpiktë të flukseve të kapitalit të disponueshëm, në mënyrë që të bëhet një parashikim për një horizont shumë më të ngushtë, sipas rastit: për një ditë, një javë ose dhe për një dhjetëditësh.

Vështirësia shfaqet pikërisht në ndërtimin e një parashikimi afatshkurtër të besueshëm për flukset e kapitalit të disponueshëm, parashikim i cili për më tepër duhet të mbahet për datën e vlerës. Madje edhe më, ai duhet të bëhet për tërësinë e llogarive bankare dhe të synojë si objektiv një "kapital të disponueshëm zero".

### 3.1. PARASHIKIMET AFATSHKURTRA TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Cilësia e parashikimeve të kapitalit të disponueshëm, që janë të pasigurta nga vetë natyra, varet ngushtësisht prej informacioneve në dispozicion të arkëtarit dhe nga vendosja e mirë e operacioneve në datën e vlerës, të tipit të veprimtarive të ndërmarrjes në rastin e afatpagesës, të operacioneve të pjesës së sipërme të bilancit.



#### *a) Informacioni*

Arkëtari duhet ose do t'i duhet të zotërojë një sistem informacioni, i cili t'i japë në kohë reale ose pothuaj reale tërësinë e informacioneve lidhur me flukset reale ose të parashikuara të kapitalit të disponueshëm. Atij do t'i jepen nga tërësia e shërbimeve që lidhen me ndërmarrjen: në radhë të parë kontabiliteti, por edhe shërbimi i blerjeve, tregtar, i personelit, financa...

#### *b) Vendosja e operacioneve*

Kjo përbën një vështirësi tjetër për parashikimin dhe menaxhimin e kapitalit të disponueshëm. Informacioni për hyrjet dhe daljet e kapitalit të disponueshëm, pavarësisht se është paraprak, nuk mund të mjaftojë në atë shkallë ose gjithmonë ka një pasiguri lidhur me datën efektive, në të cilën do të kryhet pagesa ose do të merret. A do t'i përmbahen shlyerjes klientët në datën e duhur? Kur do të paraqiten në bankë dhe me çfarë vonese çeçet e lëshuara?... Një nga elementët e përgjigjes gjendet te mbështetja e shlyerjes, kundrejt së cilës cilido arkëtar është parimisht i vëmendshëm.

Vendosja e disa operacioneve nuk paraqet vështirësi të vërteta, vetëm me rrezikun që të mos ketë pagime më pas. Ky është rasti i zbritjeve në arkëtim i çeçeve, çeçeve të këmbimit, bonove urdhërpaguesa, çeçeve të këmbimit të ngritura. Po ashtu në debi, kalimet e kredive a të borxheve mund të zotërohen pa probleme.

Përkundrazi, disa operacione të tjera paraqesin një farë shkalle pasigurie, që e bën vendosjen e tyre më të nënshtruar rastit: paraqitja e çeçeve dhe e bonove të tjera të lëshuara në dobi të kredituesve, marrja e kalimkredive të lëshuara prej klientëve. Metoda për të vendosur debitë atëherë do të jetë që të përcaktohet një ligj statistikor për arkëtimin e çeçeve dhe për paraqitjen e bonove. Për kalimkreditë e marra, ndërmarrja do t'i kërkojë bankës ta informojë me telefon për arritjen e kalimit përtej një momenti të caktuar.

#### *c) Tipi i veprimtarisë së ndërmarrjes*

Shlyerjet klientë të furnizuesve të mëdhenj të pajisjeve zakonisht nuk janë të mëdha, por shpesh kanë madhësi tepër të rëndësishme: paradhëniet, faturimet e nëntërësive, të nënsistemeve... Një vonesë në pagesën e një paradhënieje ose një gërshtëri në shlyerjen e një fature të madhe sjell një padi, që mund ta prekë rëndë kapitalin e disponueshëm. Te ndërmarrjet e mallrave të konsumit dhe të shpërndarjes së madhe fakti që fluksi ka rëndësi, është i shumtë si numër por me madhësi më të vogël, e bën kapitalin e disponueshëm më të parashikueshëm.

#### *d) Operacionet e pjesës së lartë të bilancit*

Këto operacione nuk janë të shpeshta, por kanë peshë, sepse paguhen me para në dorë lëvizjet e hyrjeve ose të daljeve me rëndësi të kapitalit të disponueshëm. Veç kësaj, natyra e mbyllur e këtyre operacioneve, për të mos u marrë vesh, bën që shërbimet e kapitalit të disponueshëm shpesh të vihen përpara faktit të kryer.

### **3.2. MENAXHIMI I NJË NUMRI LLOGARISH BANKARE**

Ndërmarrjet më shpesh punojnë me disa banka. Kështu ato mund të luajnë me konkurrencën, që të fitojnë kushtet më të mira, por edhe të nxjerrin fitim nga bashkëplotësimi ndërmjet stabilimenteve të ndryshme bankare. Këtu kanë përfitimin e tyre edhe bankat, sepse edhe ato i ndajnë kështu rreziqet e tyre te një numër më i madh klientësh.

Ndërmarrja megjithatë duhet të bëjë kujdes që ta dimensionojë numrin e llogarive të veta bankare, me qëllim që të shmangë një menaxhim tepër të rënduar dhe të mbajë një vëllim veprimtarie të mjaftueshëm me secilën bankë.

Ekzistenca e shumë llogarive bankare e ndërlikon mjaft menaxhimin e përditshëm të kapitalit të disponueshëm, sepse duhet të jetë i siguar për

secilën nga bankat dhe për secilën llogari bankare. Në të vërtetë, nuk duhet të paraqiten njëkohësisht pozicione debituese për disa llogari dhe kredituese për disa të tjera, si dhe të pakësohen sa më shumë fondet e fjetura.

Ditë për ditë arkëtari do të ndjekë ekuilibrimin e pozicioneve të veta bankare, nëpërmjet transfertave bankare nga një llogari në tjetrën. Fondet e disponueshme shërbejnë për të mbuluar nevojat për llogaritë kredituese. Arkëtari përgjithësisht gjen ndihmën e lidhjeve bankare të drejtpërdrejta dhe ka një program kompjuterik të kapitalit të disponueshëm.

### 3.3. OBJEKTIVI PËR “KAPITAL TË DISPONUESHËM ZERO”

Saldot kreditore mund të mos shlyhen, atëherë ndërmarrja duhet të shmangë gjendjet e mbifinancimit ose që llogaritë të jenë globalisht kredituese. Po ashtu, në rastin kur është negative, kapitali i disponueshëm ka kosto interesi. Gjendja ideale rrjedhimisht, do të ishte ajo e kapitalit të disponueshëm zero, gjendje e cila në praktikë del tepër e vështirë që të mbahet.

Meqë nuk kemi një kapital të disponueshëm zero, në mënyrë paradoksale është rasti i kapitalit të disponueshëm pakëz negativ, që përgjithësisht paraqet koston financiare minimale, si tregohet në shembullin e mëposhtëm:

Një ndërmarrje, për të mbuluar nevojën e financimit prej 500 000 € për një periudhë prej një muaji ka mundësinë e zgjedhjes ndërmjet alternativave të mëposhtme: të mbetet me kapital të zbuluar gjatë një muaji ose të mobilizojë një kreditim tregtar prej 1 000 000 €.

Kushtet e normave të zbatuara nga bankat janë:

- norma për kredi të zbuluar: 11 %
- norma e mobilizimit të kreditimit: 10 %
- norma e investimit të tepricave të kapitalit të disponueshëm: 8 %

**a) Zgjidhja e parë: ndërmarrja mbetet në gjendje të zbuluar për muajin**

$$\text{Kostoja atëherë është: } \frac{500\,000 \times 11 \times 30}{36\,000} = 4583,33 \text{ €}$$

**b) Zgjidhja e dytë: ndërmarrja mobilizon kreditimin dhe tepricën e kapitalit të disponueshëm e vë në muaj**

$$\frac{1\,000\,000 \times 10 \times 30}{36\,000} - \frac{500\,000 \times 8 \times 30}{36\,000} = 5000 \text{ €}$$

Ky shembull, natyrisht skematik, tregon se gjendja e zbuluar e rastit mund të dalë më pak e barrësuar sesa mbifinancimi dhe se kur mungon një kapitali i disponueshëm zero, gjendja e koston minimum, nganjëherë është më mirë të shihet për një saldo pakëz negative.

Në praktikë, kapitali i disponueshëm do të luajë midis kapitalit të zbuluar dhe mobilizimit në funksion të kushteve të normës, të madhësive dhe të kohëzgjatjeve.

Një tip tjetër arbitrimi, me të cilin mund të bëhet ballafaqim, ilustrohet nëpërmjet një shembulli tjetër.

Një ndërmarrje, në gjendje të zbuluar prej 1 000 000 € ditën e parë të muajit ka kambiale për të njëjtën madhësi, që vijnë nga afatpagesa më 30 të po atij muaji.

Ndërmarrja pret një shlyerje prej 1 000 000 €, që duhet të ndërhyjë gjatë muajit në një datë që nuk dihet.

Norma e kapitalit të zbuluar që zbatohet për ndërmarrjen është 12,5 % e rritur me shtesën e komisionit për gjendjen e zbuluar më të fortë prej 0,05 %.

Norma e skontos është 11,5 % për kohëzgjatjen e lidhur me skonton duke shtuar një ditë.

Atëherë alternativa është të mbetet e zbuluar duke pritur shlyerjen, ose të mbulojë kapitalin e zbuluar duke skontuar kambialet.



Për ta gjykuar krahasojmë koston përkatëse të kapitalit të zbuluar dhe të skontos:

$$\text{- kostoja e kapitalit të zbuluar: } \frac{1000\ 000 \times X \times 12,5}{36\ 000} + 1000\ 000 \times 0,5$$

Kohëzgjatja e kapitalit të zbuluar është  $x$  ditë, data e shlyerjes nuk dihet

$$\text{- kostoja e skontos: } \frac{1000\ 000 \times (30 + 1) \times 11,5}{36\ 000}$$

Skontoja e çeqeve do të ishte e parapëlqyeshme për kapitalin e zbuluar, nëse kostoja e tij për 31 ditë është më e ulët sesa e kapitalit të zbuluar për  $x$  ditë, pra nëse arkëtimi do të kryhet përtej 27 ditëve.

$$\frac{1000\ 000 \times (30 + 1) \times 11,5}{36\ 000} < \frac{1000\ 000 \times X \times 12,5}{36\ 000} + 1000\ 000 \times 0,5$$

ku  $x < 26,54$

Duke e paraqitur në formë të përgjithësuar:

M: madhësia për t'u financuar,

Td: norma e kapitalit të zbuluar,

xj: kohëzgjatja e zbuluar

Te: norma e skontimit

(E + 1): kohëzgjatja e lidhur e skontimit (E) e shtuar me 1 ditë të bankës na del:

kostoja e skontimit < kostoja e kapitalit të zbuluar.

$$\frac{M \times (E + 1) \times Te}{36\ 000} < \frac{M \times xj \times Td}{36\ 000} + (M \times 0,05)$$

$$(E + 1) \times Te < xj \times Td + 18$$

$$x_j < \frac{(E + 1) \times Te + 18}{Td}$$

Ky arsyetim mund të zbatohet për forma të tjera financimesh afatshkurtra.

#### 4. KONTROLLI I KOSTOVE TË FINANCIIMIT AFATSHKURTËR

Kushtet që zbatojnë bankat për llogaritë bankare duhet të jenë objekt i bisedimeve paraprake ndërmjet ndërmarrjes dhe bankës, pastaj të një kontrolli për zbatimin e tyre.

##### 4. 1. BISEDIMI ME BANKAT

Bisedimi me bankat mund të bëhet për pakësimin ose për heqjen fare të disa komisioneve, për ndryshimin e kushteve të vlerave, për pakësimin e normave të zbatuara.

Për të mbajtur marrëdhënie të mira me bankat duhet të ruhet ekuilibri, në mënyrë që të mbahet një rentabilitet i pranueshëm lidhur me rrezikun që merr përsipër banka. Ushtrimi nuk duket edhe aq qartë. Bankat, dhe kjo është diçka që nuk mund të nënvlerësohet, përballojnë shpenzime menaxhimi mjaft



të mëdha, dhe nuk është e qartë për ndërmarrjen që ta kuptojë rentabilitetin, të cilin llogaria e saj ia jep bankës.

#### 4.2. KONTROLLI I KUSHTEVE BANKARE

Kontrolli i kushteve bankare ka të bëjë me respektimin nga ana e bankës të datave të vlerës, komisioneve dhe normave të interesit, që të jenë të atilla sa janë biseduar paraprakisht.

Verifikimet bëhen duke u nisur nga pjesë të nxjerra prej llogarive dhe shkallëzimeve të interesave.

Shkalla e interesave paraqet tërësinë e regjistrimeve që kanë kaluar gjatë një periudhe dhe bën të dalin saldot e përditshme në datën e vlerës. Numri i ditëve që ndan secilën saldo shumëzohet me saldon përgjegjëse dhe përcaktohet “numri”.

Në praktikë, bankat më shpesh u drejtohen shifrave të thjeshtuara, domethënë numrit të pjesëtuar për 100.

Madhësia e interesave debitorë atëherë gjendet duke zbatuar formulën:

$$\text{interesat debitorë} = \frac{\text{shuma e numrave debitorë e thjeshtuar} \times \text{norma e interesit}}{360}$$

**Ilustrim:** një ndërmarrje paraqet një saldo debitorë prej 150 000 € për 1 deri 5 muaj.

$$\text{Numri i thjeshtuar është i barabartë me } 150\,000 \times \frac{5}{100} = 7\,500$$

Nëse norma e kapitalit të zbuluar është 12 %, madhësia e interesave debitorë atëherë është:  $\frac{7\,500 \times 12}{360} = 250\text{€}$

Kontrolli po ashtu do të bëhet për tërësinë e komisioneve dhe të shpenzimeve.



## SEKSIONI IV: MENAXHIMI I RREZIKUT TË NORMËS SË INTERESIT

Rreziku i normës është rreziku se mund të pësohet një kosto shtesë për një hua, ose një humbje për një huadhënie për shkak të variacioneve të normës së interesit.

Kështu, ndërmarrja huamarrëse me normë fikse i nënshtrohet rrezikut që të pësojë mosmarrjen e fitimit në rast të uljes së normës së interesit; nëse borxhi i saj është me normë të ndryshueshme, ajo do të pësojë një shtim të shpenzimeve financiare në rast shtimi të normës së interesit. Anasjelltas, ndërmarrja huadhënëse me normë fikse pëson një rrezik të mosmarrjes së fitimit në rast shtimi të normave; dhe nëse ajo jep hua me normë të ndryshueshme, në rast se ulen normat.

Rreziku i normave nuk shndërrohet gjithmonë në një humbje ose mosfitim. Nëse ndërmarrja ka hyrë në borxh me normë të ndryshueshme, ajo do t'i shohë barrët financiare që do t'i zvogëlohen në rast se ulet norma; dhe do të nxjerrë përfitim nga hyrja në borxh me normë të fiksuar, nëse rriten normat. Një arsytim i ngjashëm mund të bëhet në rastin e një ndërmarrjeje huadhënëse.

Në një mjedis financiar të karakterizuar nga luhajtja e madhe e normave, ndërmarrja detyrimisht duhet ta menaxhojë këtë rrezik. Nëse strategjia që ndiqet është mbulimi i rreziqeve, ndërmarrja tashmë do t'i ketë instrumentet e menaxhimit për rrezikun e normës, të cilat mund të grupohen në pesë kategori të mëdha:

- forward-forward dhe FRA,
- swap-e të normës,
- tregjet me afat të instrumenteve financiare,
- optionet e normës së interesit,
- kapat, dyshemetë dhe kolaret.

### 1. FORWARD-FORWARD DHE FORWARD RATE AGREEMENT (FRA)

#### 1.1. FORWARD-FORWARD OSE AFAT-AFAT

Afat-afat është një marrëveshje, që mundëson të fiksohet menjëherë norma e interesit të një investimi ose e një huaje të ardhme dhe të realizohet në të ardhmen operacioni i depozitimit ose i huamarrjes.

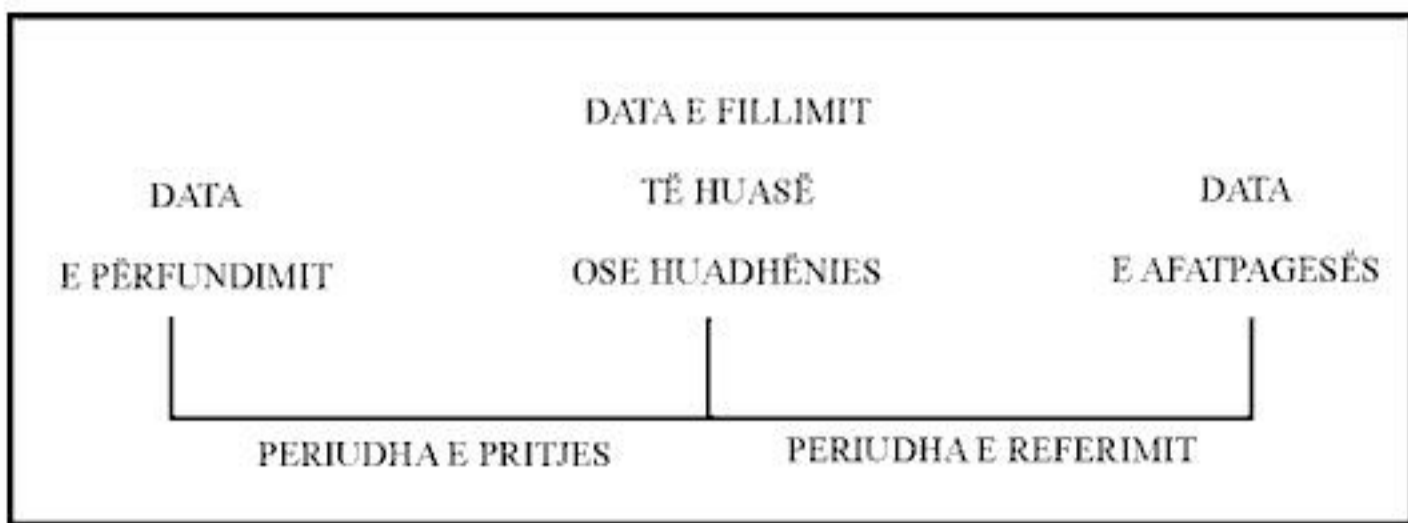
Kostoja e huasë ose rendimenti i investimit të ardhshëm na del kështu e njohur që me përfundimin e kontratës forward-forward.

Operacioni përfshin dy periudha:

- **periudhën e pritjes** e cila përfundon në datën e fillimit të huasë ose të huamarrjes, që e ka normën të garantuar.

- **periudhën e referimit** që shkon nga data e fillimit të huasë së dhënë ose të marrë deri në datën e saj të afatpagesës.





**Ilustrim:** një ndërmarrje e di se i duhet të marrë hua 10 milionë € brenda 3 muajve me afat prej 3 muajsh. Duke i dalë përpara ngritjes së normës së interesit, ajo i kërkon bankës së saj që t'i kuotojë një afat-afat.

Normat në treg janë si më poshtë:

- norma për 3 muaj: 9,5 – 9,75
- norma për 6 muaj: 9,75 -10

Banka atëherë do të nisë 3 operacione:

- të marrë hua për 6 muaj në tregun ndërbankar me normën 10 %,
- të japë hua për 3 muaj në tregun ndërbankar me normën 9,5,
- t'i japë klientit të vet 10 milionë për 3 muaj, duke pasur për 3 muaj

normë që do të përcaktohet.

Për të vendosur kuotimin e vet, banka që në fillim do të përcaktojë madhësinë, të cilën do t'ia japin hua me 9,5 % që të marrë 10 M€ gjatë 3 muajve.

$$x \left( \frac{1 + 9,5 \times 90}{36\,000} \right) = 10\,000\,000$$

$$x = 9\,768\,009,70$$

Më pas banka njehson madhësinë që duhet të rimburojë si titull huamarrjeje për 9 768 009,70 me 10 %.

$$9\,768\,009,7 \times \left( \frac{10 \times 180}{36\,000} \right) = 10\,256\,410$$

Tashti ajo është në gjendje të përcaktojë normën minimum, me të cilën duhet t'i japë 10 000 000 për 3 muaj:

$$\frac{36\,000 \times 256\,410}{10\,000\,000 \times 90} = 10,25\%$$

Kjo normë përbën normën minimum, me të cilën banka nuk fiton asgjë, prandaj ajo do ta shtojë me një farë marzhi.

Norma afat-afat mund të gjendet duke zbatuar formulën matematike të mëposhtme, domethënë:

M: madhësia

D1: kohëzgjatja e huasë në numër ditësh të realizuara nga banka me normën i1.

D2: kohëzgjatja e huadhënies fillestare në numër ditësh të realizuara nga banka me normën i2.

D2: kohëzgjatja në numër ditësh e huadhënies klientit, me normën i3.

$$i3 = \left[ \frac{36\,000 \times i1 \times D1}{36\,000 + i2 \times D2} \right] \times \frac{36\,000}{D3}$$

Kjo do të dalë në shembullin tonë:

$$i3 = \left[ \frac{36\,000 \times 10 \times 180}{36\,000 + 9,5 \times 90} \right] \times \frac{36\,000}{90}$$

$$i3 = 10,25 \%$$

## 1.2. MARRËVESHJA ME FORWARD RATE (FRA)

Ashtu si ajo afat-afat, edhe FRA është një marrëveshje, që mundëson të garantohet një normë interesi për huamarrje ose huadhënie për një madhësi të caktuar dhe një periudhë të caktuar, në një datë të ardhme të përcaktuar. Ndryshe nga forward-forward, kontrata nuk nënkupton që të bëhet efektivisht huadhënia ose huamarrja, por vetëm shlyerja e diferencialit të interesit, që do të dalë nga diferenca ndërmjet normës së garantuar dhe normës së tregut.

**Ilustrim:** ta rimarrim shembullin e mësipërm. Ndërmarrja më në fund ka vendosur për një FRA, të nënshkruar me normën 10,25 %.

Në përfundim të periudhës së parë prej 3 muajsh, norma e 3 muajve është vendosur në  $10 \frac{5}{8} - 10 \frac{3}{4}$ .

Rrjedhimisht, banka duhet të derdhë për ndërmarrjen diferencialin e interesit ndërmjet normës së konstatuar në treg:  $10 \frac{3}{4}$  (normë me të cilën ndërmarrja do të marrë huanë) dhe normës së garantuar: 10,25 % domethënë  $10 \frac{3}{4} - 10 \frac{1}{4} = 05$ . Ky diferencial i normës së interesit zbatohet për madhësinë prej 10 M€, për një kohëzgjatje prej 90 ditësh.

Shlyerja e bankës i bie në fillim të periudhës, prandaj madhësia e derdhur duhet të aktualizohet sipas normës së referimit të tregut:

$$\frac{0,5 \times 90 \times 10\,000\,000}{36\,000 + (10,75 \times 90)} = 12\,172,85 \text{ €}$$

Ndërsa po ta përgjithësojmë kemi formulën:

$$\text{Shuma për t'u derdhur: } \frac{(t_g - t_m) \times n \times M}{36\,000 + (t_m \times n)}$$

ku:

$t_g$  = norma e garantuar,

$t_m$  = norma e tregut,

$n$  = kohëzgjatja e periudhës së referimit,

$M$  = sasia e FRA.

## 2. SWAP-E TË NORMËS SË INTERESIT

Swap-i i normës së interesit është një marrëveshje, nëpërmjet së cilës dy palët merren vesh që të shkëmbejnë normat e interesit (për shembull, një normë të fiksuar dhe një normë të ndryshueshme), duke garantuar pagimet e interesave mbi bazën e një kapitali ("nacionali"), i cili asnjëherë nuk është marrë ose derdhur.

Ndërmarrjet nuk përfitojnë nga kushte të njëjta të hyrjes në tregun financiar. Dy ndërmarrje A dhe B kanë nevojë për borxhe. A-ja për arsye të regjistrimit të saj është në gjendje të marrë borxh me normë fikse dhe me

kushte, që janë të paarrtshme për B-në. A-ja megjithatë dëshiron që të marrë hua me normë të ndryshueshme, kurse B-ja me normë fikse.

**Ilustrim:** të marrim dy entitete, kushtet e huazimit të të cilave për të njëjtën monedhë, të njëjtën kohëzgjatje dhe të njëjtën sasi janë si më poshtë:

	Kostoja e huamarrjes me normë fikse	Kostoja e huamarrjes me normë të ndryshueshme
A	5 %	EURIBOR + 3/8 %
B	6 1/2 %	EURIBOR + 1 1/8 %

- Përparësia e A-së mbi B-në në normë fikse =  $6 \frac{1}{2} - 5 = 1 \frac{1}{2} \%$ ;

- Përparësia e B-së mbi A-në në normë të ndryshueshme =  $1/8 - 3/8 = 3/4 \%$ .

Kushtet e huamarrjes për A-në janë më të mira sesa për B-në, por krahasimisht, përparësia e A-së është më e lartë në formulën e huamarrjes me normë fikse.

Megjithatë A-ja dëshiron që të hyjë me normë të ndryshueshme, kurse B-ja me normë fikse. Pajtimi i dy parapëlqimeve përkatëse nëpërmjet një swap-i interesi do të rriste mundësinë që të përmirësonin kushtet e tyre të huamarrjes.

A-ja huazon me normë fikse, domethënë me 5 %, dhe B-ja me normë të ndryshueshme, domethënë EURIBOR + 1 1/8 %. Të dyja palët më pas i ndryshojnë kushtet e tyre.

- A-ja derdh për B-në interesin, të cilin kjo e dyta e ka detyrim, domethënë

EURIBOR + 1 1/8 %.

- B-ja i derdh A-së interesin, të cilin kjo e dyta e ka detyrim, domethënë 5%.

Në këtë fazë A-ja nuk ka leverdi që të bëjë swap-in: ajo ka hyrë në borxh për EURIBOR + 1 1/8, ndërsa mund të merrte drejtpërdrejt EURIBOR + 3/8 %. Prandaj B-ja duhet të derdhë një "shtesë" për A-në. Nëse kjo shtesë është e barabartë me  $1 + 1/8 \%$ , nga pikëpamja e normës A-ja dhe B-ja do të kenë një leverdi të njëjtë nga operacioni i swap-it.

- Kostoja e huamarrjes së A:

EURIBOR + 1 1/8 % - 1 1/8 % = EURIBOR

derdhur për B-në marrë shtesa nga B-ja

→ A rrjedhimisht fiton 3/8 % (EURIBOR + 3/8 % kundrejt EURIBOR)

- Kostoja e huamarrjes së B:

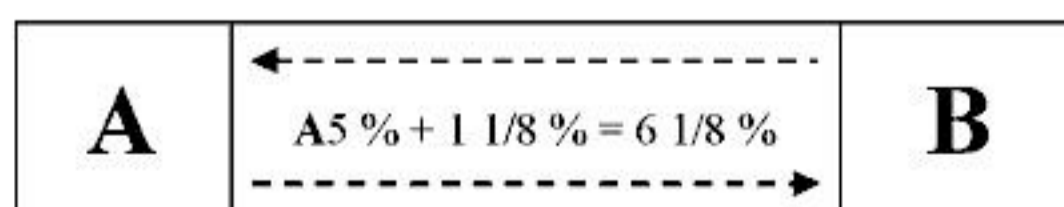
5 % + 1 1/8 = 6 1/8 %.

derdhur për A-në shtesa derdhur për A-në

→ B barabar fiton 3/8 % ( $11 \frac{1}{2} \%$  kundrejt  $11 \frac{1}{8} \%$ .)

Përfundimisht: A-ja derdh për B → EURIBOR

B-ja derdh për A → 6 1/8 %.



hua me 5 %

EURIBOR

hua me EURIBOR + 1 1/8 %

Skema e një swap-i

(madhësia, kohëzgjatja, valutat janë të njëjta për të dyja huatë).



A-ja dhe B-ja tashmë kanë hyrë në borxh jo vetëm në formulën që ato dëshirojnë, por për më tepër kushtet e tyre të huamarrjes janë përmirësuar falë swap-it prej 3/8 %. Swap-et përdoren me arbitrazh dhe për menaxhimin e borxheve. Një ndërmarrje duhet ta rimbursojë një hua të detyrueshme brenda 6 muajsh. Tashmë duke mos pasur para në dorë të nevojshme dhe që duhet t'i marrë hua, ajo mund ta gjykojë të dobishme që t'i fiksojë qysh nga e tashmja kushtet e ardhshme për huamarrjen nëpërmjet një swap-i.

### 3. TREGJET ME AFAT TË INSTRUMENTEVE FINANCIARE

#### 3.1. ORGANIZIMI DHE FUNKSIONIMI I TREGJEVE ME AFAT

Tregjet me afat të instrumenteve financiare ("financial futures") frymëzohen prej teknikave të kontratave me afat për mallrat. Kontrata e parë me afat është propozuar më 1975 nga CHICAGO BOARD OF TRADE (kontrata GNMA për obligacionet hipotekare) si përgjigje për nevojat e mbulimit të lindura prej paqëndrueshmërisë së normave të interesit, që u shfaq në fillim të viteve shtatëdhjetë. Tregjet e të ardhshmeve financiare pas kësaj patën një zhvillim të jashtëzakonshëm.

Një treg me afat është një zotim për të shitur ose për të blerë në një datë të caktuar dhe me një çmim për të cilin janë marrë vesh që më parë, për një sasi të caktuar aktivesh: lëndë të para, mallra, aktive financiare, valuta, tregues të bursës...

Tregjet e organizuara, ndryshe prej tregjeve nga rasti në rast për të cilat karakteristikat e kontratave bisedohen drejtpërdrejt ndërmjet operatorëve, mbështeten te standardizimi i kontratave, te pothuaj zhdukja e rrezikut të kundërpartisë falë ndërhyrjes së një organizmi kompensues, me rregulla funksionimi dhe mundësinë që të zgjidhen pozicionet përpara afatpagesës.

Franca zotëron një treg me afat të instrumenteve financiare (MATIF), i cili është hapur më 20 shkurt 1986. Në qershor 1999 katër operatorë francezë të Parisit: MATIF SA, Bursa SBF e Parisit, SA Monep dhe Shoqëria e Tregut të Ri u shkrinë në një shoqëri të re: Paris Bourse SA. Në shtator 2000 bursat e Amsterdemit, Brukselit dhe Parisit u shkrinë me emrin Euronext, që u bë në Europë grupimi i parë i bursës tejkuftare të integruar, që u zgjerua më pas me Portugalinë dhe me tregjet e derivuara të Londrës. Matif ofron një gamë të gjerë kontratash, të ardhshme dhe opsione të normës së interesit, me afatpagesa që shkallëzohen prej 3 muajsh (3 muaj Euribor) deri në 30 vjet (30 vjet E – bond), si dhe me kontrata për mallra ose dhe për "commodities".

#### 3.2. STRATEGJITË E PËRDORIMIT TË TREGJEVE ME AFAT NGA ANA E NDËRMARRIEVE

Operatorët në tregjet me afat klasifikohen në tri kategori në funksion të objektivave që ndjekin: operatorët në mbulim, spekuluesit dhe arbitruerit.

- **Operatorët në mbulim** (ose "hedgers") synojnë të jenë të mbuluar kundrejt një rreziku prej luhatjes së normës. Huamarrësit i shesin kontratat me afat me qëllim që të mbrohen kundrejt rritjes së normës: nëse normat rriten vërtet, për të lehtësuar pozitën e vet, ata i riblen kontratat me një kurs më të ulët sesa ai me të cilin i kanë shitur. Fitimi i realizuar në këtë mënyrë do të kompensojë shtrenjtimin e borxhit.

Huadhënësit blejnë kontrata me qëllim që të mbrohen kundrejt ndonjë uljeje të normës: nëse normat ulen vërtet, ata do t'i shesin kontratat e tyre me një kurs më të lartë sesa kursi i blerjes – ndërsa fitimi i realizuar kompensohëmbjten e shpërblimit për huadhënien. Operatori në mbulim nuk synon të

realizojë ndonjë fitim duke ndërhyrë në tregjet me afat, por për t'u siguruar kundrejt luhatjeve të normave të interesit.

- **Spekuluesit** synojnë të realizojnë një fitim duke i dalë përpara evoluimit të kurseve të instrumenteve financiare. Ata blejnë kontrata me shpresën se kurset do të ngrihen, dhe i shesin me shpresën se kurset do të bien.

- **Arbitruesit** kanë si strategji të hetojnë diferencat e kursit ndërmjet parave në dorë dhe afatit, ose ndërmjet diferencave të afatpagesave në afat dhe të nxjerrin prej kësaj fitime.

**Ilustrim:** Në nëntor arkëtari i një ndërmarrjeje parashikon se do të marrë hua 1 M€ për një kohëzgjatje prej 90 ditësh nga mesi i dhjetorit deri në mesin e marsit. Duke pasur frikë prej një shtimi të normave, ai vendos që të mbulohet në tregun për të ardhshmet.

Strategjia e mbulimit të një pozicioni për të ardhmen përbëhet nga:

- Shitja e kontratave nëse parashihet që do të ketë ngritje të normave.
- Blerja e kontratave nëse parashihet që do të ketë ulje të normave.

Arkëtari atëherë do të shesë 1 kontratë Euribor për 3 muaj me afatpagesë dhjetorin. Kontrata kuoton 96,5 %, që i përgjigjet një norme interesi prej 3,5 % (100 – 96,5). Me shitjen e kësaj kontrate ai siguron një normë prej 3,5 %.

Në afatpagesë mund të parashihen dy raste, sipas rastit nëse norma e euriborit për 3 muaj është ulur ose është ngritur.

**a) Rasti i parë: norma EURIBOR 3 muaj është ulur duke u vendosur, për shembull te 3 %.**

Kursi i likuidimit të kontratës është  $100,00 - 3,00 = 97,00$ .

Ndërmarrja do të hyjë në borxh me kushtet e tregut për 3 % (për ta thjeshtuar, bëjmë abstragim prej marzheve). Ajo realizon kështu një fitim prej operacionit të marrjes hua kundrejt kushteve që mbizotëronin në fillim të nëntorit. Por ndërmarrja gjithashtu duhet të lirojë pozicionin e vet për tregun me afat, duke blerë një kontratë me 97,00. Bilanci na paraqitet atëherë kështu:

- fitimi nga operacioni i marrjes hua të 1 M€ do të jetë:

$$\frac{(3,5 - 3) \times 1\,000\,000 \times 90}{36\,000} = +1\,250 \text{ €}$$

- humbja nga operacioni i mbulimit:

• shitja me 96,5

• blerja me 97

domethënë 50 bono kredie për 25 € një bono

$50 \times 25$

- 1250 €

Saldoja (fitimi + / humbja -) =

0

**b) Rasti i dytë: norma e EURIBOR 3 muaj është shtuar duke u vendosur, për shembull te 3,85 %**

Kursi i likuidimit të kontratës është prej  $100,000 - 3,85 = 96,15$ . Në këtë rast ndërmarrja humbet mbi borxhin e vet, por fiton mbi mbulimin e vet.

- humbja nga operacioni i huamarrjes prej 1 M€ do të ishte:

$$\frac{(3,5 - 3,85) \times 1\,000\,000 \times 90}{36\,000} = -875 \text{ €}$$



- fitimi nga operacioni i mbulimit:

• shitja me 96,5	
• blerja me 96,15	
domethënë 35 bono kredie për 25 € bonoja	
35 x 25	+ 875 €
	<hr/>
- Saldoja (fitimi + / humbja -) =	0

Kështu, nga shitja e një kontrate EURIBOR, ndërmarrja ka fiksuar në fillim të nëntorit normën e huasë së vet për mesin e dhjetorit në 3,5 %, pavarësisht prej evoluimit të normës në 3 muaj.

Megjithatë mbulimi nuk është kurdoherë i përkryer. Që të jetë i tillë, duhen të përmbushen tre kushte:

- 1) madhësia e pozicionit për ta mbuluar t' i përgjigjet me përpikëri atij të kontratave me afat ose shumëfishit të tyre. Standardizimi i kontratave e detyron operatorin të blerë ose të shesë një numër të tërë kontratash dhe të zgjedhë ndërmjet një mbimbulimi ose një nënmbulimi.
- 2) Afatpagesa e kontratës me afat të përkojë me atë të pozicionit për ta mbuluar. Afatpagesat e standardizuara nuk përkojnë kurdoherë me ato të pozicioneve që duhen mbuluar.
- 3) Norma e instrumentit për t' u mbuluar dhe ajo e kontratave me afat të jenë në bashkëlidhje të përkryer. Ky rrezik, që quhet rreziku i bazës, është aq më i madh, sa është dhe mbulimi i pozicionit i siguruar nëpërmjet një kontrate me afat, që mbahet te një instrument financiar tjetër, nga ai i tregut me para në dorë.

Por edhe duke qenë i papërsosur, një mbulim me afat mundëson që të zvogëlohet rreziku i normës së interesit.

## 4. OPSIONET E NORMËS SË INTERESIT

### 4.1. MEKANIZMI I OPSIONIT TË NORMËS SË INTERESIT

Opsioni i normës së interesit është një kontratë, e cila, duke bërë të mundur pagimin e një primi shitësit, i jep blerësit të drejtën, por jo detyrimin, që të japë hua ose të marrë hua me një normë për të cilën është arritur marrëveshje që më parë, të quajtur norma e ushtrimit, një madhësi e caktuar, gjatë një periudhe të dhënë.

Ushtrimi i opsionit atëherë është një e drejtë dhe jo një detyrim, kështu blerësi i opsionit ka mundësinë të përfitojë prej një evoluimi të rastit të normës në dobi të tij, njëkohësisht duke siguruar një normë maksimale të huasë ose një normë minimale të huadhënies. Prej këtij fakti opsioni ushtrohet prej blerësit vetëm në rast se ka evoluim të normave në dëm të tij.

Opsioni mund të blihet ose të shitet.

- **Opsioni i blerjes – call-i** – i jep blerësit të tij, duke bërë të mundur derdhjen e një primi shitësit, të drejtën dhe jo detyrimin që një norme ushtrimi të marrë vesh t' i vihet një madhësi e caktuar për një periudhë të dhënë. Blerësi i një call-i garantohet kundrejt uljes së normës së interesit, gjithnjë duke ruajtur mundësinë për të përfituar nga një ngritje e rastit e normave. Call-i ushtrohet vetëm nëse norma e tregut është më e ulët sesa norma e ushtrimit.



- **Opsioni i shitjes – put-i** – i jep blerësit të tij, duke bërë të mundur derdhjen e një primit shitësit, të drejtën dhe jo detyrimin për të marrë hua, me një normë ushtrimi të marrë vesh, madhësinë e caktuar për një periudhë të dhënë. Blerësi i një put-i garantohej kundrejt ngritjes së normës së interesit, gjithnjë duke ruajtur mundësinë që të përfitojë nga një ulje e rastit e normës. Put-i do të ushtrohet vetëm nëse norma e tregut është më e lartë sesa norma e ushtrimit.

Kontratat e opsionit të normës karakterizohen nga parametrat e mëposhtëm:

- një normë referimi (EURIBOR, LIBOR...),
- një normë ushtrimi (norma maksimum e garantuar për një call, norma maksimum e garantuar për një put),
- madhësia e referimit,
- një periudhë opsioni që shkon nga data e çekut të kontratës deri në datën e afatpagesës. Një opsion mund të ushtrohet qoftë në çdo moment deri në afatpagesë (opsion që quhet amerikan), qoftë vetëm në afatpagesë (opsioni i quajtur european),
- primi i derdhur nga blerësi për shitësin përfundimisht merret prej tij. Vlera e primit përbëhet prej dy elementësh: vlera e vetësishme dhe vlera në kohë.

#### 4.2. ZBATIMI

Një ndërmarrjeje i duhet të marrë hua 10 M€ pas 3 muajsh për një kohëzgjatje prej 3 muajsh. Që të mbrohet kundër një ngritjeje të normave të interesit, ajo blen te banka e vet një opsion shitjeje me normë ushtrimi prej 10 %. Primi është 0,25 %.

Ndërmarrja menjëherë i derdh bankës një prim prej:

$$10\,000\,000 \times 0,25\% \times \frac{90}{360} = 6\,250 \text{ €}$$

- norma e tregut është më e lartë sesa norma e ushtrimit:  
norma e tregut për 3 muaj është me 11,5 %. Ndërmarrja ushtron opsionin e vet dhe merr hua 10 M€ nga banka me normën 10 %.

Kostoja përfundimtare e huasë, pa përfshirë marzhin bankar, do të vinte te:

$$10\% + 0,25\% = 10,25\%$$

- norma e tregut është më e ulët sesa norma e ushtrimit:  
Norma e tregut për 3 muaj është me 9 %. Ndërmarrja nuk e ushtron opsionin e vet dhe merr hua drejtpërdrejt nga tregu me 9 %.

Kostoja përfundimtare e huasë, pa përfshirë marzhin bankar do të vinte te:

$$9\% + 0,25\% = 9,25\%$$

#### 5. CAP, FLOOR, COLLAR

Kapa, dyshemeja dhe kolari janë kontrata me mirëkuptim, që rrjedhin prej opsioneve mbi normat e interesit. Duke mundësuar derdhjen e një primi, këto instrumente i garantojnë blerësit një normë maksimum të huasë ose një normë minimum të investimit, gjithnjë duke ruajtur mundësitë e përfitimit nga një evoluim i rastit i leverdishëm i normave.

### 5.1. CAP (OSE TAVANI I NORMËS SË INTERESIT)

Kapa i mundëson blerësit të saj që të mbrohet gjatë një periudhe të caktuar kundrejt një ngritjeje të normës, gjithnjë duke ruajtur mundësinë për të përfituar nga një ulje e rastit e normave.

**Ilustrim:** një ndërmarrje ka hyrë në borxh me normë të ndryshueshme për madhësinë 10 M€ për periudhën prej 3 vjetësh. Duke pasur frikë nga një ngritje e normës së interesit gjatë kësaj periudhe, ajo blen nga banka e vet një kap, karakteristikat e të cilit janë: madhësia 10 M€, norma e referimit EURIBOR 3 muaj, primi 0,5 % në vit.

Kur nënshkruan kontratën, ndërmarrja bankës i derdh madhësinë e mëposhtme për vitin e parë:

$$\frac{10\,000\,000 \times 0,5}{100} = 50\,000 \text{ €}$$

Në fillim të secilit tremujor gjatë 3 vjetëve norma e EURIBOR 3 muaj do të krahasohet me normën e garantuar prej 10 %.

Nëse EURIBOR 3 muaj del më i lartë se 10 %, banka diferencën e interesit ia derdh ndërmarrjes. Duke e marrë prej 11 %, derdhja do të ishte:

$$\frac{10\,000\,000 \times (11-10) \times 90}{36\,000} = 25\,000 \text{ €}$$

Nëse EURIBOR 3 muaj del më i ulët se 10 %, asnjë diferencë interesi nuk do të derdhë.

### 5.2. FLOOR (OSE DYSHEMEJA E NORMËS SË INTERESIT)

Floor është e kundërta e cap. Ajo i mundëson blerësit një dysheme që të mbrohet kundër një uljeje të normave të interesit, gjithnjë duke ruajtur mundësinë për të përfituar nga ngritjet e rastit.

### 5.3. COLLAR (OSE TUNELI)

Kolari është një kontratë, që ndërthur një kapë dhe një dysheme me po ato karakteristika, por me norma interesi të ndryshme. Blerësi i një kolari nëpërmjet blerjes së një kape dhe shitjes së një dyshemeje, mbrohet gjatë një periudhe të caktuar dhe për një madhësi të dhënë kundër shtesave të normave të interesit përtej një norme dysheme, por njëkohësisht, heq dorë nga përfitimi prej një uljeje të rastit nga kjo anë e normës së dyshemesë. Duke bërë këtë, e zvogëlon çmimin e mbulimit të vet, sepse e derdh primin në titullin e kapës dhe merr atë të dyshemesë.

Simetrikisht, ndërmarrja që dëshiron të mbrohet kundrejt një uljeje të normës së interesit e shet një kolar.

**Ilustrim:** një ndërmarrje ka hyrë në borxh me normë të ndryshueshme (EURIBOR) për 3 vjet për një madhësi prej 10 M€. Për t'u mbrojtur kundrejt një ngritjeje të normave të interesit, ndërmarrja blen nga banka e saj një kolar, që paraqet karakteristikat e mëposhtme:

Madhësia e referimit: 10 M€

Kohëzgjatja: 1 vit, periudhat e ushtrimeve tremujore

Norma e garantuar: EURIBOR 3 muaj.

Norma maksimum (norma e kapës): 11 %

Norma minimum (norma e dyshemesë): 8 %

Primi i derdhur: 0,25 % (baras me marrjen e kapës: 0,40 % duke hequr atë të dyshemesë: 0,15 %).

Ndërsa për secilën afatpagesë tremujore, janë të dallueshme 3 raste:

- **Rasti 1: EURIBOR = 12 %** (mbi normën maksimum).

- Ndërmarrja ushtron kapën e vet, banka i derdh diferencën ndërmjet normës së referimit (12%) dhe normës maksimum (11%), domethënë 1 %.

- Nuk ushtrohet dyshemeja.

- Kostoja për ndërmarrjen është prej  $12\% - 1\% + 0,25\% = 11,25\%$ .

- **Rasti 2: EURIBOR = 9 %** (duke u përfshirë ndërmjet normës minimum dhe normës maksimum).

- As kapa, as dyshemeja nuk ushtrohen, sepse norma e referimit është më e lartë nga norma e dyshemesë dhe më e ulët sesa ajo e kapës.

- Ndërmarrja nxjerr fitim nga kushtet mbizotëruese të tregut:

Kostoja atëherë është:  $9\% + 0,25\% = 9,25\%$ .

- **Rasti 3: EURIBOR = 7 %** (më poshtë sesa norma minimum).

- Nuk ushtrohet dyshemeja. Ndërmarrja i derdh bankës diferencën ndërmjet normës minimum (8%) dhe normës së referimit (7%), domethënë 1%.

- Ajo nuk e ushtron kapën e vet.

Kostoja e përballuar nga ndërmarrja është:  $7\% + 1\% - 0,25\% = 8,25\%$ .



## KREU 7

### FINANCIMI AFATMESËM DHE AFATGJATË

Ndërmarrja ka në dispozicion dy burime financimi: financimin nëpërmjet aksionerëve dhe financimin nëpërmjet kredituesve. Prurjet e aksionerëve janë të dy tipave: prurje në kapitale të vetat me rastin e zmadhimit të kapitalit dhe në riinvestime të fitimeve të pashpërndara. Ka gjithashtu edhe dy tipa të borxheve: borxhet financiare që marrin formën e huave bankare, të huave me obligacione, të mjeteve bankare dhe të vonesave të shlyerjeve, të dhëna prej të tjerëve. Ky burim i fundit i financimit nuk do të trajtohet në këtë krye.

Zhvillimi i financimeve të drejtpërdrejta në tregje nëpërmjet emetimit të titujve ka sjellë me vete zvogëlimin e financimeve nëpërmjet kredive bankare. Veç kësaj, bankat e kanë përqafuar gjerësisht dukurinë e quajtur “çndërmjetësim”, duke zhvilluar veprimtaritë e tyre si banka të tregjeve dhe të investimeve.

Dallimi ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve është me rëndësi themelore dhe duhet matur hyrja e ndërmarrjes në borxhe e të vlerësohet aftësia e saj për t’u bërë ballë afatpagesave të saj. Ndonëse në dukje është i thjeshtë, kufiri ndërmjet kapitaleve të vetat dhe borxheve na del më pak i qartë pas vitit 1983, datë në të cilën janë shfaqur “fondet pothuaj të vetat”, një formë financimi që mundëson të shtohen kapitalet e veta pa qenë nevoja megjithatë të ndryshohet pushteti në ndërmarrje. Po ashtu, kanë hyrë edhe titujt “hibridë” ose “të përbërë”, tituj të cilët janë në fillim të huave, por të shoqëruar me një opsion dhe japin mundësinë për të gjetur një kuotë-pjesë të kapitalit.

Urdhri i Specialistëve Kontabël ka mbajtur dy kritere dalluese për të veçuar kapitalet e veta prej borxheve; titujt që nuk përmbushin veçse njërin prej kriterëve klasifikohen në një kategori të ndërmjetme. Që në fillim vjen kriteri i shpërblimit: kapitalet e veta shpërblehen në funksion të rezultatit të ndërmarrjes, ndërsa borxhet janë të pavarura prej rezultatit. Kriteri i dytë ka të bëjë me modalitetet e rimbursimit: borxhet rimbursohen sipas një afatpagese me kontratë; kapitalet e veta nuk janë të kërkueshme.

Gjatë këtij kreu do të shqyrtohen njëri pas tjetrit burimet e ndryshme të financimit afatmesme dhe afatgjata të ndërmarrjes: vetëfinancimi, operacionet në kapital, financimi afatmesëm dhe afatgjatë.

Plani i kreut 7 është si më poshtë:

Seksioni I	: Vetëfinancimi.
Seksioni II	: Operacionet në kapital.
Seksioni III	: Financimet hibride.
Seksioni IV	: Financimet afatmesme dhe afatgjata.



## SEKSIONI I: VETËFINANCIMI

Vetëfinancimi si burimi kryesor i financimit të brendshëm është tërësia e burimeve të përftuara prej ndërmarrjes në mënyrë të pavarur. Ato mund të vijnë prej burimesh të jashtëzakonshme ose rastësore gjatë cedimit të aktiveve (ngurtësimet, pjesëmarrjet...), por mbi të gjitha përbëhen nga vetëfinancimet që dalin prej veprimtarisë rrjedhëse.

Vetëfinancimi është përkufizuar si aftësia e vetëfinancimit duke zbritur dividendet e shpërndara, domethënë pjesën e AVF që ka në dispozicion ndërmarrja. Niveli i tij rrjedhimisht lidhet drejtpërdrejt me politikën e shpërndarjes.

Dallohet vetëfinancimi i mbajtjes, i cili u përgjigjet amortizimeve të akumuluarra dhe që mbetet në dispozicion të ndërmarrjes për të siguruar përtëritjen e aktivitetit të ngurtësuar (me rezervën sigurisht të ndryshimeve të çmimeve të aktiveve të zëvendësimit për shkak të inflacionit, të teknologjisë...), dhe vetëfinancimi i rritjes, që përfshin fitimet e vëna rezervë për të siguruar rritjen dhe zhvillimin.

Vetëfinancimi paraqet përparësi reale. Para së gjithash, është një burim financimi i domosdoshëm, veçanërisht për ndërmarrjet e vogla, për të cilat mundësia për të pasur financim të jashtëm nuk është kurdoherë e lehtë. Ky është një mjet financimi i butë dhe me leverdi, i cili kushtëzon e përmirëson aftësinë për të marrë hua dhe mundëson financimin e pjesës, të cilën huadhënësit e lënë si barrë të ndërmarrjes.

Disa e shohin vetëfinancimin si një frenim të lëvizshmërisë së kapitalit, sepse sjell një rinvestim brenda ndërmarrjes, ndërsa shpërndarja e dividendeve mund të sillte rinvestime në sektorë të tjerë të ekonomisë.





## SEKSIONI II: OPERACIONET NË KAPITAL

Përgjithësisht vetëfinancimi nuk mjafton për të siguruar tërësinë e nevojave në fonde të vetat të ndërmarrjeve, e nganjëherë ato kërkojnë të ecin drejt zgjerimit të kapitalit. Këto operacione që mbeten jo aq të shpeshta, përbëhen nga shitja investitorëve e aksioneve të reja të shoqërisë. Teknikisht janë të ndërrlikuara dhe i nënshtrohen një kuadri juridik mjaft të rreptë. Mund të marrin forma të ndryshme, të cilat nuk sjellin që të gjitha likuiditete plotësuese.

Shtimi i kapitalit në para qarkulluese, që do të tërheqë më në veçanti vëmendjen tonë, mund të sjellë një ndryshim të strukturës së pushtetit në rastin kur aksionerët nuk e “ndjekin”.

Në disa rrethana të caktuara, ndërmarrjet gjithashtu priren ta zvogëlojnë kapitalin.

### 1. KUSHTET JURIDIKE TË ZGJERIMIT TË KAPITALIT

Vetëm Asambleja e Përgjithshme e Jashtëzakonshme është kompetente për të vendosur lidhur me një zgjerim të kapitalit. Vendimi duhet të merret me shumicën e 2/3 të votave të shprehura. Kuorumi për thirrjen e parë është gjysma dhe një e katërta për të dytën. Zmadhimi i kapitalit duhet të bëhet me vonesë prej pesë vjet duke llogaritur datën e Asamblesë që e ka vendosur.

Si rregull i përgjithshëm, Asambleja ia delegon Këshillit të Administrimit pushtetin që është i nevojshëm për realizimin.

Kapitali i vjetër duhet të lirohet tërësisht për të mundur që të emetohen aksione të reja në para qarkulluese.

Zgjerimi i kapitalit u nënshtrohet rregullave të publikimit ligjor (përfshirja në B.A.L.O., depozitimi i procesverbalit të Asamblesë së Përgjithshme në zyrat e gjykatës tregtare...).

Aksionerët e vjetër gëzojnë një të drejtë nënshkrimi me preferencë. Që nga viti 1973 është e mundur dorëheqja prej së drejtës preferenciale të nënshkrimit pa e treguar përfituesin dhe modalitetet e saj janë thjeshtësuar me ligjin e 3 janarit.

### 2. FORMAT E NDRYSHME TË ZGJERIMIT TË KAPITALIT

Shtimi i kapitalit mund të marrë forma të ndryshme, të cilat nuk kanë të gjitha si rrjedhim rritjen e burimeve financiare të ndërmarrjes.

#### *a) Shtimi i kapitalit me derdhje në para*

Shtimi i kapitalit me para e përmirëson gjendjen financiare të ndërmarrjes me anë të hyrjes së burimeve financiare plotësuese. Fuqizimi i kapitaleve të veta e përmirëson fondin e qarkullimit dhe i jep mbështetje kredisë së ndërmarrjes kundrejt të tretëve e në veçanti kundrejt huadhënësve.

Kështu operacioni shpesh bën pjesë në një plan financimi, i cili mbulon programin e zhvillimit të ndërmarrjes dhe me të cilin janë të lidhur tipa të ndryshëm të financimit.

**b) Shtimi i kapitalit me prurje në natyrë**

Blerjet dhe derdhjet e pjesshme të aktiveve shpesh sjellin një rritje të kapitalit. Në rastet e përthithjes, shoqëria përthithëse do t'i shpërblejë derdhësit nëpërmjet emetimit të aksioneve të veta; e njëjta gjë ndodh për derdhjet e pjesshme të aktiveve, me dallimin se derdhja nuk prek veçse një pjesë të aktiveve të shoqërisë.

Duke pasur financime të blerjeve ose derdhje të pjesshme të aktiveve nëpërmjet shtimit të kapitalit dhe jo me para në dorë sigurisht që shpëtohet kapitali i disponueshëm nga daljet. Anasjelltas, operacioni sjell hapjen e kapitalit për aksionerë të rinj.

Shtimi i kapitalit në natyrë sjell një vlerësim të dyfishtë: i pari ka të bëjë me vlerësimin e aktiveve të derdhura, i dyti me të titujve të vënë në këmbim. Në përfundim të procesit të vlerësimit, përcaktohet numri i titujve që duhen emetuar.

**c) Shtimi i kapitalit me përfshirjen e rezervave**

Shtimi i kapitalit duke përfshirë rezervat, primet e emetimeve ose fitimet të paprekura është asnjëherë për strukturën financiare, meqë ndërmarrjes nuk i vjen asnjë likuiditet shtesë. Vetëm ka thjesht një ndryshim të përbërjes së kapitaleve të veta nëpërmjet kthimit të thjeshtë kontabël të zërave rezervë në zërin kapital, por jo në tërësinë e tyre.

Të gjitha rezervat janë të përfshirshme në kapital, me përjashtim të rezervës së pjesëmarrjes së punonjësve.

Janë të mundura dy procedura për përfshirjen: shtimi i vlerës nominale të aksioneve ose, si rasti më i shpeshtë, shpërndarja e aksioneve falas. Në rastin e parë vlera nominale e secilit aksion rritet; në rastin e dytë emetohen aksione të reja në shumën e rezervave të përfshira me qëllim që t'u jepen falas aksionerëve me përpjesëtimin e pjesëmarrjes së tyre në kapital.

**d) Shtimi i kapitalit me konvertimin e kreditimeve**

Operacioni bëhet duke i konvertuar në aksione kreditimet e mbajtura prej të tretëve mbi ndërmarrjen.

Ai nuk përfton burime të reja, por sjell heqjen e kërkueshmërisë së disa kreditimeve.

Pavarësia financiare në këtë mënyrë përmirësohet. Kjo formë e shtimit të kapitalit si rregull sjell aksionerë të tjerë.

**e) Konvertimi i obligacioneve në aksione**

Kjo formë e veçantë e shtimit të kapitalit do të trajtohet në seksionin tjetër.

### 3. PËRCAKTIMI I PARAMETRAVE TË SHIMIT TË KAPITALIT

Pasi është vendosur madhësia e rritjes së kapitalit, ndërmarrja përcakton çmimin e emetimit, një ndryshore zanafillëse dhe kyçi i suksesit të operacionit.

Prej çmimit të emetimit rrjedhin një numër titujsh që do të emetohen, primi i emetimit dhe e drejta preferenciale e nënshkrimit.

**a) Çmimi i emetimit**

Çmimi i emetimit përfshihet ndërmjet dy caqeve. Nga njëra anë, ai duhet të jetë më i lartë sesa vlera nominale e aksioneve, sepse ligji e ndalon që të



emetohen aksione poshtë paritetit, dhe nga ana tjetër, duhet të jetë më poshtë sesa kursi i aksioneve të vjetra për të mos i larguar investuesit.

Mesatarisht, çmimi i emetimit është më poshtë 25 % kundrejt kursit të aksioneve të vjetra.

#### *b) Primi i emetimit*

Primi i emetimit përgjithësisht është më i lartë sesa vlera nominale e aksioneve, duke mbajtur parasysh rezervat e akumuluarra më përpara nga shoqëria. Primi i emetimit është i barabartë me diferencën ndërmjet çmimit të emetimit dhe vlerës nominale të aksionit.

Kapitali i shoqërisë rritet me vlerën nominale të aksioneve të emetuara rrishtas dhe madhësia e primeve të emetimit figuron në zërin “prime të emetimit”.

Vlera teorike e së drejtës njihsohet duke mbajtur parasysh gjendjen e aksionerit përpara, dhe pastaj pas shtimit të kapitalit.

#### *c) E drejta preferenciale e nënshkrimit*

Në Francë shtimet e kapitalit me para në qarkullim më shpesh shoqërohen me të drejta preferenciale të nënshkrimit. Kjo e drejtë synon që të garantojë barazinë e trajtimit ndërmjet aksionerëve të vjetër dhe të rinj. Në të vërtetë, meqë aksionet e reja përgjithësisht janë emtuar me një çmim më të ulët sesa kursi i aksioneve të vjetra, është e mira që të kompensohen aksionerët e vjetër për faktin, që aksionerët e rinj do të kenë të drejta mbi rezervat e akumuluarra nga ndërmarrja.

Le të kemi: N : numri i aksioneve të vjetra  
 V : kursi në bursë i aksioneve të vjetra  
 n : numri i aksioneve të reja  
 p : çmimi i emetimit  
 DS : e drejta e nënshkrimit

- **Përpara emetimit**, vlera e aksionit është e barabartë me:

$$V = \frac{N \times V}{N}$$

(N x V) është kapitalizimi në bursë përpara emetimit të titujve të rinj.

- **Pas emetimit**, vlera e aksioneve të reja është baras me:

$$\frac{(N \times V) + (n \times p)}{N + n}$$

(N x V) + (n x p) i përgjigjet kapitalizimit teorik në bursë pas emetimit.

- **Vlera e së drejtës së nënshkrimit** ose DS është e barabartë me:

$$DS = V - \frac{(N \times V) + (n \times p)}{N + n}$$

ose edhe:

$$DS = (V - p) \frac{n}{N + n}$$

Vlera teorike e së drejtës është një funksion në zbritje nga çmimi i emetimit: sa më e lartë të jetë ajo, aq më pak është e ngritur e drejta.

Të drejtat e shoqërive të kuotuar në bursë përbëjnë objekt të një kuotimi. Prej këtij del se vlera reale e së drejtës mund të largohet prej vlerës së saj teorike.

#### 4. HOLLËSIMI

Emetimi i titujve të rinj sjell një efekt të trefishtë hollësimi:

##### a) *Hollësimi i fuqisë*

Struktura e pushtetit në gjirin e ndërmarrjes do të ndryshohet, nëse aksionerët e vjetër nuk e ndjekin shtimin e kapitalit përpjesëtimisht me të drejtat e tyre.

**Ilustrim:** le të kemi një shoqëri me kapital të ndarë në 10 000 tituj dhe që kryen një shtim të kapitalit me emetimin e 1 000 titujve të rinj.

Një aksioner që mbante 5 000 tituj përpara këtij operacioni, rrjedhimisht kishte 50 % të kapitalit.

Nëse ai nuk e ndjek shtimin e kapitalit, ai nuk do të ketë më shumë sesa:

$$\frac{5\,000}{11\,000} = 45,45\% \text{ të kapitalit.}$$

##### b) *Hollësimi i kapitalit*

Si pasojë e shtimit të kapitalit, gjendja neto e shoqërisë do të dalë e ndarë ndërmjet një numri të rritur titujsh.

##### c) *Hollësimi i fitimeve*

Nëse norma e rentabilitetit mbetet e pandryshuar pas shtimit të kapitalit, fitimi për secilin aksion pakësohet. Hollësimi i fitimit do të jetë vetëm një dukuri kalimtare, nëse shtimi i kapitalit shërben për të financuar investime, që e rrisin rentabilitetin.

#### 5. ROLI I BANKAVE

Bankat kanë rol të trefishtë në këtë tip operacionesh:

- **një rol këshillues:** operacioni është i jashtëzakonshëm për shoqëritë, prandaj bankat kanë një rol këshillues të rëndësishëm si për formalitetet që duhen kryer, ashtu edhe për përcaktimin e modaliteteve të operacionit.

- **një rol investimi:** bankat sigurojnë investimin dhe garancinë e emetimit.

- **një rol garancie:** duke marrë përsipër nënshkrimin e aksioneve që nuk do të gjenin marrës me mbarimin e periudhës së nënshkrimit.

#### 6. PRODUKTET E PREJARDHURA NGA AKSIONI

##### 6.1. BONOT E NËNSHKRIMIT TË AKSIONEVE (B. S. A.)

B.S.A. është një titull financiar, që titullarit të saj i jep të drejtën të nënshkruajë aksione gjatë një periudhe të dhënë, me një çmim dhe në një përpjesëtim të caktuar, duke mundësuar derdhjen fillestare të një premiumi.

Këto bono janë autonome dhe kuotohen veç e veç pas emetimit. Ato mund të jenë autonome ose të bashkëlidhura të një emetim aksionesh (aksione me bono nënshkrimi të aksioneve, OBSA, ose dhe obligacione me bono nënshkrimi obligacionesh, OBSO).

Nga ana teknike, B.S.A. është një kontratë opsionale; domethënë një opsjon blerjeje të një aksioni. Marrja e opsioneve kërkon emetimin e aksioneve të reja për ndërmarrjen. BSA ndryshon edhe nga opsioni i blerjes së aksioneve, operacioni i cili vë në marrëdhënie 2 operatorë financiarë për një transaksion që ka të bëjë me titujt ekzistues.

Për ndërmarrjen, bonot mundësojnë të kalohet te një shtim i kapitalit pa hyrë menjëherë në borxh, duke sjellë kursim të formalizmave të shtimit të kapitalit.

Në një skemë të tillë, ndërmarrja është shitësja e opsionit të blerjes. Fitimi i saj kufizohet me arkëtimin e premiumit.

Për mbajtësin e bonos mund të shfaqen dy raste gjatë periudhës së ushtrimit:

- kursi i aksionit nuk e kalon çmimin e ushtrimit dhe në këtë rast nuk do të ketë ushtrim të BSA,

- kursi i aksionit e kapërcen çmimin e ushtrimit dhe në këtë rast titullari merr opsionin. Duke derdhur çmimin e ushtrimit, ai fiton një aksion.

Rasti i “bonove Plavix”. Për t’u mbrojtur nga oferta armiqësore e Sanofi-Synthelabo, Aventisi trilloi një emetim origjinal të BSA, të cilësuar “bonot Plavix”. Aksionerët duhej të merrnin për secilin aksion Aventis të mbajtur, një bono që jepte të drejtën për të nënshkruar te 0,28 të aksionit të ri Aventis me vlerën nominale (3,83 euro për aksion). Nuk ishte fiksuar momenti i ushtrimit të këtyre bonove në një datë, por varej nga ngjarjet. Bonot do të ushtroheshin në rastin e suksesit të ofertës së Sanofi-Sintelabos dhe të humbjes së patentës së ilaçit të Sanofit në Shtetet e Bashkuara, Plavix, përpara 31 dhjetorit 2007. Ky ilaç në të vërtetë është kundërshtuar në gjyq në Shtetet e Bashkuara nga dy fabrikantë të ilaçeve të përgjithshme. Nëse këta të fundit do ta fitonin procesin, Plaviksi do të ndeshej me konkurrencën e kopjeve shumë më të shpejta sesa parashihej. Aventisi e ka vlerësuar, që kursi i Sanofi-Sintelabit atëherë mund të ulej të paktën 25 %. Aksionerët e Aventisit, që do të paguheshin në aksione në rastin e suksesit të OPA, atëherë do të pësonin një humbje të vërtetë.

Shndërrimi në aksione i BSA-ve kthehej në një shtim prej 22 % të kapitalit të ansambilit të ri. Ky hollësim do ta përmbyste raportin e forcave, në 51 % në favor të Sanofit, kurse rindarja do të kthehej në leverdi të aksionerëve të Aventisit, të cilët do të mundnin të mbanin deri në 57 % të kapitalit.

Kur u pyet AMF-ja për ligjshmërinë e këtyre bonove, dha përgjigje negative.

## 6.2. AKSIONET E PRIVILEGJUARA

Aksionet e privileguara quhen edhe aksione të përparësisë ose dhe aksione me përparësi. Këto janë aksione që gëzojnë avantazhe në të holla kundrejt aksioneve të zakonshme. Avantazhi mund të marrë formë të ndryshme: dividend me përparësi më i lartë sesa ai për aksionerët e tjerë, dividend kumulativ (në rastin e mosshpërndarjes për raste kur rezultati është i pamjaftueshëm, dividendi i pashpërndarë është i kërkueshëm mbi fitimet e ardhme, e drejta e përparësisë në rast likuidimi).

Një prej kategorive të aksioneve të privileguara është Aksioni me Dividend Përparësor pa të drejtë vote (ADPSDV). Këto ADPSDV dolën në Francë me ligjin Monory të 13 korrikut 1978 dhe kushtet e tyre u zbutën me ligjin Delor të 3 janarit 1983.



Këta tituj i karakterizon heqja e së drejtës së votës, duke pasur si kundërparti dividendin përparësor. Këto aksione duhet të mundësojnë të forcohen kapitalet e veta të ndërmarrjeve, pa e ndryshuar strukturën e pushtetit. Produkti i dhënë është përshtatur veçanërisht për ndërmarrjet familjare.

Formula nuk e arriti suksesin që pritej. ADPSDV patën një ulje të kuotimit sidomos të fortë kundrejt aksioneve të zakonshme dhe pothuaj u zhdukën nga tregu francez. Arsyet duhen kërkuar te shtrëngesat e posaçme, të lidhura me këta tituj:

- kufizim në të katërtën e kapitalit të shoqërisë,
- dividendi përparësor (nuk mund të jetë më i ulët sesa dividendi më i lartë i caktuar për kategoritë e ndryshme të aksioneve dhe sesa 7,5 % të nominalit të ADPSDV) dhe kumulativ (e drejta e votës rivendoset pas 3 ushtrimesh pa dividende) është burim i një kostoje të lartë për huamarrësin.

### 6.3. AKSIONET ZVARRITËSE

Aksionet zvarritëse ose dhe aksionet pasqyruese (anglisht: tracking stocks) janë aksione të lëshuara nga një shoqëri amë për të veçuar veprimtarinë e një filiali ose të një dege. Atëherë këta tituj "pasqyrojnë" ecurinë e kësaj veprimtarie, për të cilën shoqëria amë ruan kontrollin mbi të.

Aksioni zvarritës është një aksion i shoqërisë amë, prandaj nuk jep të drejtën e votës për vendimet e filialit përkatës.

Nga ana teknike, është e mira që të përcaktohet rreptësisht dhe me përpikëri korniza e veprimtarisë, që do të shërbejë si referim për shpërblimin e mbajtësve të aksioneve zvarritëse.

Këto operacione janë më të zakonshme në Shtetet e Bashkuara. Si referim për këtë fushë në Francë mbetet emetimi i aksioneve zvarritëse të Alcatel-it për degën e saj të optronikës.

## 7. PAKËSIMI I KAPITALIT

Zvogëlimi i kapitalit ndodh në dy situata:

- për të pastruar humbjet e grumbulluara më parë,
- nëpërmjet riblerjes së aksioneve.

### 7.1. TASTA E FIZARMONIKËS

Teknika e tastës së fizarmonikës e ka marrë emrin nga vijimësia e dy operacioneve: njëri i caktuar për të pastruar humbjet e mëparshme, tjetri për të rikapitalizuar shoqërinë. Para së gjithash, kjo teknikë është bërë për shoqëritë që ndeshen me vështirësi, por që kanë shanse të mira për t'u ribërë.

Pakësimi i kapitalit bëhet duke prerë të gjitha ose një pjesë të humbjeve të grumbulluara, qoftë duke zvogëluar nominalin e secilit aksion, qoftë duke pakësuar numrin e aksioneve.

Shtimi i kapitalit përgjithësisht merr formën e derdhjeve në para ose përfshirjen e rezervave. Zmadhimi i kapitalit me para imponohet për arsye të dispozitave të ligjit të vitit 1996, i cili shprehet se "kur ndodh që në dokumentet kontable konstatohen humbje, kapitalet e veta bëhen më të vogla sesa kapitali i shoqërisë, këshilli i administrimit ose drejtorja, sipas rastit, duhet që brenda 4 muajsh pas miratimit të llogarive, të cilat e kanë nxjerrë në dukje këtë humbje, të thërresin asamblenë e përgjithshme të jashtëzakonshme për të vendosur, nëse do të bëhet shpërndarja e parakohshme e shoqërisë". Nëse vendoset që të vijohet shfrytëzimi, shoqëria duhet të rikapitalizohet.

Shembull: një shoqëri me kapital prej 100 M€ në 1 000 000 aksione prej 100 €, pëson humbje të grumbulluara prej 80 M€. Ajo nuk ka më rezerva dhe vendos ta zvogëlojë kapitalin e vet në 20 M€.

PËRPARA		PAS	
Kapitali	100	Kapitali	20
Humbjet	80	Humbje	0
Kapitale të vetat	20	Kapitale të vetat	20

## 7.2. RIBLERJA E AKSIONEVE

Duke nisur nga viti 1996 në Francë janë shtuar riblerjet e aksioneve prej ndërmarrjeve. Që me ligjin e 3 korrikut 1998 operacioni është bërë i mundur qoftë nëpërmjet riblerjes në bursë, qoftë duke bërë një ofertë publike të riblerjes së aksioneve (OPRA).

Riblerja e aksioneve mundëson t'u rikthehen likuiditetet aksionerëve. Teoria na mëson se kur ndërmarrja nuk gjen më hapësira për investime, që japin normën e rentabilitetit të kërkuar nga aksionerët, shitesa e likuiditetit duhet t'u shpërndahet atyre.

Zanafilla mund të jetë edhe fiskale, në atë shkallë që fiskalizimi i riblerjes së aksioneve përgjithësisht del më i leverdishëm sesa shpërndarja e dividendeve.

Riblerja e aksioneve ka ndikim për shtimin e fitimit për secilin aksioner: meqë numri i titujve pakësohet, fitimi i ndërmarrjes ndahet për një numër më të vogël titujsh. Zmadhimi i fitimit për çdo aksioner megjithatë arrihet vetëm me kushtin, që norma e interesit e kapitalit të disponueshëm (norma e investimit ose hyrja në borxh sipas rastit, nëse riblerja financohet nga kapitali i disponueshëm apo nga hyrja në borxh) të jetë më e ulët sesa rentabiliteti i aktiveve të shfrytëzimit. Me fjalë të tjera, ka një dobësim, kur ndërmarrja për kapitalin e disponueshëm të dhënë për operacione punësh nuk gjen alternativa që do të jepnin një rentabilitet më të lartë sesa riblerja e aksioneve. Në rast të kundërt, do të ketë pakësim të fitimit.

Për këtë arsye, disa ndërmarrje mund të kenë leverdi që të hyjnë në borxh për të financuar të gjithë ose një pjesë të programit të tyre të riblerjes së aksioneve dhe kështu të përmirësojnë B.P.A. të tyre. Ky kusht është aq më i lehtë për t'u plotësuar, sa më të ulëta janë normat e interesit.

Pasi janë riblerë, aksionet mund:

- të ruhen nga shoqëria, pa ndonjë kufizim të kohëzgjatjes, me kusht që të mos mbahen më shumë sesa 10 % e titujve,
- t'u jepen punonjësve në titullin e pjesëmarrjes në frytet e zgjerimit, të një plani kursimi të ndërmarrjes ose të një marrjeje të opsionit blerje,
- të anulohen në kufirin deri 10 % të kapitalit të shoqërisë për një periudhë prej 24 muajsh,
- të rishiten në bursë.

### Riblerjet e aksioneve në Shtetet e Bashkuara dhe në Europë

Viti	milionë dollarë	Viti	milionë dollarë
1994	77.576	1999	233.715
1995	102.854	2000	224.336
1996	187.322	2001	192.388
1997	201.088	2002	137.216
1998	291.220	2003	140.077

Burimi: Thomson Financial

Ndërmarrjet e CAC 40 kanë bërë riblerje të aksioneve më 2003 për një madhësi prej 7,9 miliardësh euro sipas letrës së Vermimmen-it. Ato u derdhën aksionerëve të tyre 14,5 miliardë euro dividende. Aksionerët morën gjithsej 22,5 miliardë euro. Në të njëjtën kohë, aksionerëve iu kërkuan deri 14 miliardë. Pas afër 3 vjetësh Bursa nuk e financonte më ekonominë. Aksionerët morën më shumë nga ndërmarrjet sesa u sollën atyre. Shpjegimi gjendet te niveli i normës së interesit. Është njëkohësisht më pak e shtrenjtë dhe më e lehtë të hysh në borxh sesa të marrësh kapitale prej tregut të bursës. Kërkesat në fushën e vlerës aksionere me siguri i bindin disa emetues që të mos i drejtohen tregut të kapitaleve.

Specialistët janë të një mendjeje se planet e riblerjeve të aksioneve do të rriteshin në vitin 2004. Sipas tyre, ndërmarrjet që e kanë shëndoshur bilancin e vet do të vijojnë të përdorin pjesërisht paratë në dorë për të riblerë një pjesë të kapitalit të tyre të luhatshëm.



## SEKSIONI III: FINANCIMET HIBRIDE

Ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve përzihen burime hibride, të përbëra prej titujsh që ndërthurin njëkohësisht disa karakteristika të fondeve të vetat dhe të borxheve financiare. Dy pyetjet dalluese janë: a mund të kërkoet rimbursimi i titullit dhe a është shpërblimi i tij funksion i rezultatit të ndërmarrjes?

Financimet hibride përmbledhin pothuaj fondet e veta dhe titujt opsionalë.

Pothuaj fondet e veta shpesh krijohen nën shtytjen e autoriteteve publike me qëllim që të përforcohen fondet e veta të ndërmarrjeve, pa e modifikuar kontrollin.

Titujt opsionalë ose të kushtëzuar përbëjnë një zotim të ndërmarrjes emetuese të titullit për të kryer, në një datë të ardhshme, një emetim të titujve përfaqësues të kapitalit të shoqërisë. Shtimi i kapitalit shtyhet. Prandaj disa autorë kanë mundur të flisnin për “pothuaj kapitalin e shoqërisë”.

### I. POTHUAJ FONDE TË VETA

#### I.1. HUADHËNIET PJESËMARRËSE

Huadhëniet pjesëmarrëse janë krijuar me ligjin e korrikut 1978 me qëllim që të përkrahet përforsimi i strukturës financiare të ndërmarrjeve, duke u dhënë financime, që nuk përfshihen në hyrjen në borxh nga pikëpamja e analizës financiare.

Huadhëniet pjesëmarrëse janë kapitale me rrezik në atë shkallë, që huadhënësi është një kreditues i rangut të fundit, që do të thotë se në rast likuidimi të shoqërisë, ai do të rimburohet vetëm pas plotësimit të interesave të gjithë kredituesve të tjerë.

Shpërblimi i këtyre huadhënieve afatgjata në parim përbëhet prej një pjese fikse dhe një pjese të ndryshueshme, në funksion të rezultateve të ndërmarrjes.

Shkëputja hap pas hapi e shtetit, heshtja e bankave lidhur me këtë formulë ka sjellë rënien e huadhënieve pjesëmarrëse në fillim të viteve 80.

#### I.2. TITUJ TË PJESËMARRËS

Ky tip financimi i rezervuar për shoqëritë e sektorit publik dhe për kooperativat u krijua më 1983 për të përforcuar fondet e veta të shoqërive të shtetëzuara pa krijuar hollësimin e kapitalit, sepse nuk u hiqen as të drejtat e votës dhe as e drejta e fitimeve.

Shpërblimi i tyre, ashtu si për huadhëniet pjesëmarrëse, përbëhet prej një pjese fikse dhe prej një pjese të ndryshueshme.

### 1.3. TITUJT E NËNRENDITUR

Titujt e nënrenditur janë tituj, për të cilët rimbursimi mund të bëhet vetëm pas dhënies së interesave kredituesve të tjerë, me përjashtim të titullarëve të huadhëniesve pjesëmarrëse dhe të titujve pjesëmarrës. Këto janë kreditime përpara rangut të fundit.

Natyra e këtyre titujve, të klasifikuar si pothuaj fonde të vetat, është e mëdyshtë. Nga disa anë, mund të shëmbëllojnë me borxhet (shpërblimi sipas një interesi fiks ose të ndryshueshëm, që nxirret nga ana fiskale); nga ana tjetër, me fondet e veta (karakterit i nënrenditur dhe i përhershëm i burimit, mundësia për të mos derdhur kupon në rastin e mungesës së fitimeve).

Kështu, drejtori financiar i një grupi u kishte njoftuar me mburrje aksionerëve të vet zvogëlimin e hyrjes në borxhe. Për ta bërë këtë, ai thjesht i kishte rimbursuar borxhet në obligacione duke emetuar TSDI, vetëm se nuk e kishte dhënë pjesën ku saktësohej që, ndonëse bilanci dilte i përmirësuar, llogaria e rezultatit ishte përkeqësuar, sepse norma e TSDI-ve ishte ndjeshëm më lart sesa huaja e tij në obligacione.

Këta tituj mund të klasifikohen në funksion të afatpagesës së tyre:

- Titujt mund të nënrenditen për një kohëzgjatje të papërcaktuar (TSDI): asnjë plan amortizimi nuk është parashikuar në kontratë dhe rimbursohen me likuidimin ose në mënyrë të parakohshme, duke ofruar këmbimin, ose me riblerjen në bursë. TSDI-të shpesh përzgjidhen me kushtin që të pezullohet derdhja e interesave në rast vështirësish për ndërmarrjen. Shpërblimi i TSDI-ve nga ky fakt nuk është tërësisht i pavarur prej ecurisë së ndërmarrjes, madje edhe nëse fiksimi i interesave të derdhur nuk indeksohet në rezultat.

- TSDI-të “e rikushtëzuara” ose “të ripaketuara”: rikushtëzimi është një montazh juridik-financiar, që mundëson rimbursimin e titullit pas përfundimit të një periudhe të largët (15 vjet për shembull). Teknikisht, operacioni përbëhet nga vendosja e një pjese të produktit të emetimit në produkte pa rreziqe, vendosje e cila, duke shtuar interesat e grumbulluara, mundëson të sigurohet rimbursimi i principalit në afatpagesë.

- Titujt e nënrenditur të rimbursueshëm (TSR): kontrata e emetimit parashikon modalitetet e rimbursimit. Këta tituj janë të afërt me obligacionet klasike, me dallimin se janë të nënrenditur.

Titujt e nënrenditur të përbërë: në praktikë emetuesit propozojnë tituj të nënrenditur të ndërlikuar, të tillë si:

- |           |   |
|-----------|---|
| - TSRCA   | Tituj të nënrenditur të rimbursueshëm të konvertueshëm në aksione                                       |
| - TSDICA  | Tituj të nënrenditur me kohëzgjatje të papërcaktuar të konvertueshëm në aksione                         |
| - TSBSORA | Tituj të nënrenditur të rimbursueshëm në bono nënshkrimi prej obligacionesh të rimbursueshme në aksione |
| - TSRA    | Tituj të nënrenditur të rimbursueshëm në aksione.   |

### 1.4. FINANCIMI NDËRKATËSH

Financimi ndërkatësh është një financim i ndërmjetëm midis derdhjes në kapitale të vetat dhe hyrjes bankare klasike në borxh. Parimi është si më poshtë: një borxh i ri vihet në vend dhe i shtohet borxhit bankar klasik ose “borxhit të vjetër”.

Ndërkati karakterizohet prej një rendimenti dhe një rreziku të ndërmjetëm midis fondeve të veta dhe borxhit klasik.

Financimi ndërkatësh është financim i nënrenditur: borxhi i vjetër ka përparësi; rimbursimi i borxhit të ri bëhet vetëm pas rimbursimit tërësor në principal dhe të interesave të borxheve të vjetra.



Si kundërparti e këtij rreziku të lartë, huadhënësit me ndërkat (“ndërkatësit”) përfitojnë një shpërblim më të lartë sesa ai i borxhit të vjetër. Meqë kjo shtesë e shpërblimit nuk njafton për të tërhequr investuesit, financimi shoqërohet me një “kicker”, domethënë me një shtysë, që i mundëson huadhënësit të fitojë një pjesëmarrje në kapital dhe në mbivlerat e rastit. Mbështetjet që përdoren më shpesh janë ORA dhe OBSA.<sup>1</sup>

### 1.5. VËRTETIMET E INVESTIMIT (VI)

Certifikatat e investimit janë vendosur më 1983 lidhur me mundësinë që ndërmarrjet publike ose private të zhvillojnë fondet e tyre të vetat pa ndryshuar kontrollin e shoqërisë. Produkti po ashtu u ofron ndërmarrjeve mjetet për të organizuar kyçjen e kapitalit ose kalimin e shoqërisë.

Vërtetimi i investimit del nga ndarja e aksionit në dy pjesë:

- **një vërtetim investimi**, titull i cedueshëm, përfaqësues i të drejtave të aksionit në të holla;

- **një vërtetim i së drejtës së votës**, titull nominativ, që mund t’u cedohet vetëm mbajtësve të VI-ve, përfaqësues i të drejtave të votës dhe të menaxhimit.

VI-të përmbajnë një dekuotim kundrejt një aksioni, kryesisht për shkak të mungesës së të drejtës së votës. Si kundërparti, VI-të mund të ndodhë që të marrin një dividend të privilegjuar.

Meqë gjykohen tepër shtrenguese dhe pak si të tejkaluara, emetimet e VI-ve sot nuk janë më të përdorshme.

### 1.6. OBLIGACIONET E RIMBURSUESHME NË AKSIONE (ORA)

Originaliteti i ORA-ve vjen ngaqë ndryshe prej obligacioneve të konvertueshme, mbajtësi i titullit nuk përfiton opsion: rimbursimi bëhet detyrimisht në aksione të shoqërisë emetuese. Nga kjo pikëpamje, mbajtësi përballë po me ato rreziqe si dhe aksionerët.

Rimbursimi i ORA-ve kërkon një shtim të kapitalit, sepse aksionet e nxjerra si kundërparti e obligacioneve emetohen për atë rast. Konkretisht, është fjala për një shtim të kapitalit të shtyrë, që shmang hollësimin e kontrollit deri te rimbursimi i obligacioneve me aksione, por me një ndikim financiar të menjëhershëm.

Nga ana kontable, ORA-t kontabilizohen në “Fonde të tjera të vetat” deri në konvertimin e tyre. Kapitali i shoqërisë atëherë shtohet për madhësinë e aksioneve të emetuara.

### 1.7. LLOGARITË RRJEDHËSE TË PARTNERËVE (LRP)

Partnerët kryesorë ose drejtuesit e ndërmarrjeve të madhësisë së vogël e të mesme shpesh shoqërive të tyre u huazojnë drejtpërdrejt shuma, që nganjëherë janë të mëdha. Këto shuma të dhëna hua ushqejnë llogaritë rrjedhëse të partnerëve.

LRP-të grupohen në pasivin e bilancit te rubrika “hua dhe borxhe financiare të ndryshme”. Në të vërtetë në pjesën më të madhe të rasteve, përthithen te pothuaj fondet e veta, madje edhe te fondet e veta.

Meqë formalitetet e shtimit të kapitalit janë të rënda e të ndërlikuara, partnerët drejtues përgjithësisht parapëlqejnë që t’u drejtohen prurjeve në llogari rrjedhëse, më mirë sesa të kryejnë shtimin e kapitalit. Gjithë mëdyshja vjen ngaqë prurësi në llogari me para është pjesërisht palë partnere dhe pjesërisht huadhënës.

<sup>1</sup> Shih f. 183.



Bankat shpesh zgjedhin më mirë dhënien e kredive për NVM-të sesa prurjet ose shtimet e derdhjeve në llogari me para. Përgjithësisht ato imponojnë një kusht bllokimi, domethënë një zotim ngurtësimi të derdhjeve gjatë një periudhe të caktuar, që njehsohet mbi rimbursimin e kredive bankare. Bllokimi mund të bëhet drejtpërdrejt në përfitim të stabilimentit bankar. Atëherë LRP bëhet një garanci në fitim të kredituesit.

Bankat kërkojnë mjaft shpesh cedimin e parësisë së kreditimit, një teknikë kjo që mundëson të modifikohet rangu i zënë nga dy kreditues, të cilët kanë sigurinë për të njëjtën pasuri. Kushti për parësinë u siguron bankave rimbursimin e huasë së tyre përpara asaj të llogarive rrjedhëse.

## 2. TITUJT OPSIONALE

### 2.1. OBLIGACIONET E KONVERTUESHME NË AKSIONE

#### 2.1.1. PËRKUFIZIMI

Obligacioni i konvertueshëm në aksione është një obligacion, përgjithësisht me normë fikse, i për zgjedhur nga një opion nënshkrimi aksionesh, që mbajtësit të tij i jep mundësinë ta konvertojë obligacionin në një ose disa aksione të shoqërisë emetuese sipas modaliteteve të pranuar në kontratën e emetimit.

Obligacioni i konvertueshëm i ka të gjitha karakteristikat e një obligacioni të zakonshëm, ndonëse nuk ka konvertim. Konvertimi nënkupton njëherësh shtimin e kapitalit dhe zhdukjen e obligacionit. Opsioni nuk i nënshtrohet bisedimit veçan prej obligacionit.

Bankat i cilësojnë “equity linked” titujt, në të cilët përzihet një pjesë “aksionesh” dhe një pjesë “obligacionesh”.

#### 2.1.2. TË MIRAT DHE TË METAT E OBLIGACIONEVE TË KONVERTUESHME PËR HUAMARRËSIN

##### a) Të mirat

Duke ndërthurur obligacionin dhe aksionin, obligacionet e konvertueshme u japin ndërmarrjeve mundësinë që t’i drejtohen publikut të gjerë për të mbledhur kapitale pa bërë drejtpërdrejt shtimin e kapitalit. Formula është veçanërisht me interes, sepse investuesit ngurrojnë për të hyrë në kapital për arsye të parashikimeve të pasigurta: ata kanë dyshim për uljen e kursit, por gjithashtu duan të përfitojnë nga ndonjë ngritje e rastit e kurseve. Nëse kursi ulet, investuesi merr një kupon të rregullt; nëse kursi ngjitet, konvertimi i titullit u mundëson të përfitojnë mbivlerën.

Obligacionet e konvertueshme do të përbënin gjithashtu një burim financimi me kushte të leverdishme, sepse norma e tyre aktuariale është më e ulët nga ajo e obligacioneve klasike, për arsye të kundërpartisë që përbën një opion blerjeje. Kjo leverdi që përmendet shpesh, megjithatë duhet parë. Në të vërtetë, në rast të konvertimit të opsionit, ndërmarrja emeton aksione me çmim më të ulët sesa ai me të cilin do t’i emetonte në rastin e një shtimi të kapitalit klasik.

Kështu, për shembull, të marrim rastin se kemi obligacione të konvertueshme të emetuara me 500 €, me bazë konvertimi një obligacion për një aksion. Nëse aksioni kuoton 600 €, mbajtësi i obligacionit ushtron konvertimin dhe merr një aksion me vlerë 600 €. Mungesa e likuiditetit për shoqërinë është e rendit 100 € (në rast shtimi të kapitalit të zakonshëm,

aksionet do të ishin emetuar me siguri me një kurs pakëz më të ulët nga kurset e kohëve të fundit).

Për ta plotësuar analizën, duhet gjithashtu të merren parasysh parametrat e tjerë: deri në konvertimin shoqëria përfitonte një financim obligacionesh, plus që shpenzimet e emetimit të obligacioneve të konvertueshme janë më të pakta sesa shpenzimet e shtimit të kapitalit.

Në fakt, që të mbetet e vogël kostoja e borxhit me obligacione, do të duhet që obligacionet të mos jenë të konvertueshme në aksione... domethënë që kursi i aksionit të mos shtohet! Sigurisht që aksionerët nuk dëshirojnë këtë gjë, as drejtuesit dhe as nënshkruesit.

Së fundi, një leverdi e veçantë dhe jo më e paktë për emetuesit francezë është se obligacionet e konvertueshme mund të emetohen mjaft shpejt, ndërsa duhet një kohë më e gjatë për të kryer një shtim të kapitalit, konkretisht për shkakun e rregullës së "10 në 20", rregull që përcakton se shtimi i kapitalit duhet të jetë të paktën me mesataren e kursit të konstatuar përgjatë 10 ditëve të njëpasnjëshme, të zgjedhura ndërmjet 20 ditëve të fundit të bursës, që janë përpara operacionit.

#### *b) Të metat*

E meta e parë është sigurisht për rastin kur optionet nuk konvertohen në qoftë se zhvillimi i kursit të aksionit është i pafavorshëm. Në vend që të shohë kapitalin e vet, ndërmarrja atëherë do të ruajë një borxh në obligacione deri në afatpagesë. Nuk duhen përjashtuar edhe probleme të kapitalit të disponueshëm, aq më tepër sepse sigurisht do të jetë e vështirë për shoqërinë t'i bëjë thirrje tregut financiar që të gjejë fondet e nevojshme për rimbursimin e obligacioneve.

Emetimi i obligacioneve të konvertueshme në rastin e konvertimit sjell një hollësim të kapitalit. Kundrejt një shtimi të kapitalit të zakonshëm, ky hollësim shtyhet. Megjithatë pasoja e hollësimit është më e vogël se në rastin e shtimit të kapitalit: emetimet e obligacioneve të kthyeshme bëhen sistematisht poshtë kursit, ato mundësojnë që të shiten me afat aksionet me çmim të lartë ndaj kursit të tyre në momentin e emetimit.

### 2.1.3. MEKANIZMAT E KONVERTIMIT

**Periodha e konvertimit ose periodha e ushtrimit të optionit**, që përcaktohet në kontratën e emetimit, përgjithësisht është e hapur për emetime që të përfundojnë në rimbursim. Huamarrësi shpesh e ruan mundësinë e një rimbursimi të parakohshëm, në mënyrë që ta bëjë më parë konvertimin ose që të imponojë rimbursimin.

Shoqëria emetuese gjithashtu ruan:

- të drejtën për të shuar një borxh mbetës që në kohën kur titujt ende në qarkullim janë më të ulët sesa një prag i caktuar, përgjithësisht i fiksuar te 10% të totalit të obligacioneve të emetuara.

- mundësinë për të kufizuar mbivlerën potenciale, duke vendosur një kufi maksimal për bazën e konvertimit, përtej të cilit rimbursimi nis, në rast se titulli nuk është konvertuar.

**Baza e konvertimit** është numri i aksioneve të marra nëpërmjet konvertimit të obligacionit. Nëse baza e konvertimit është 2 dhe nëse kursi i aksionit është 200€, vlera ose çmimi i konvertimit është 400€.

**Primi i konvertimit** është diferenca ndërmjet kursit të obligacionit të konvertueshëm dhe vlerës së konvertimit. Përgjithësisht shprehet në përqindje. Në shembullin tonë, nëse obligacioni kuoton 500€, primi i konvertimit është prej

$$500€ - 400€ = 100 \text{ domethënë } \frac{100}{400} = 25\%$$



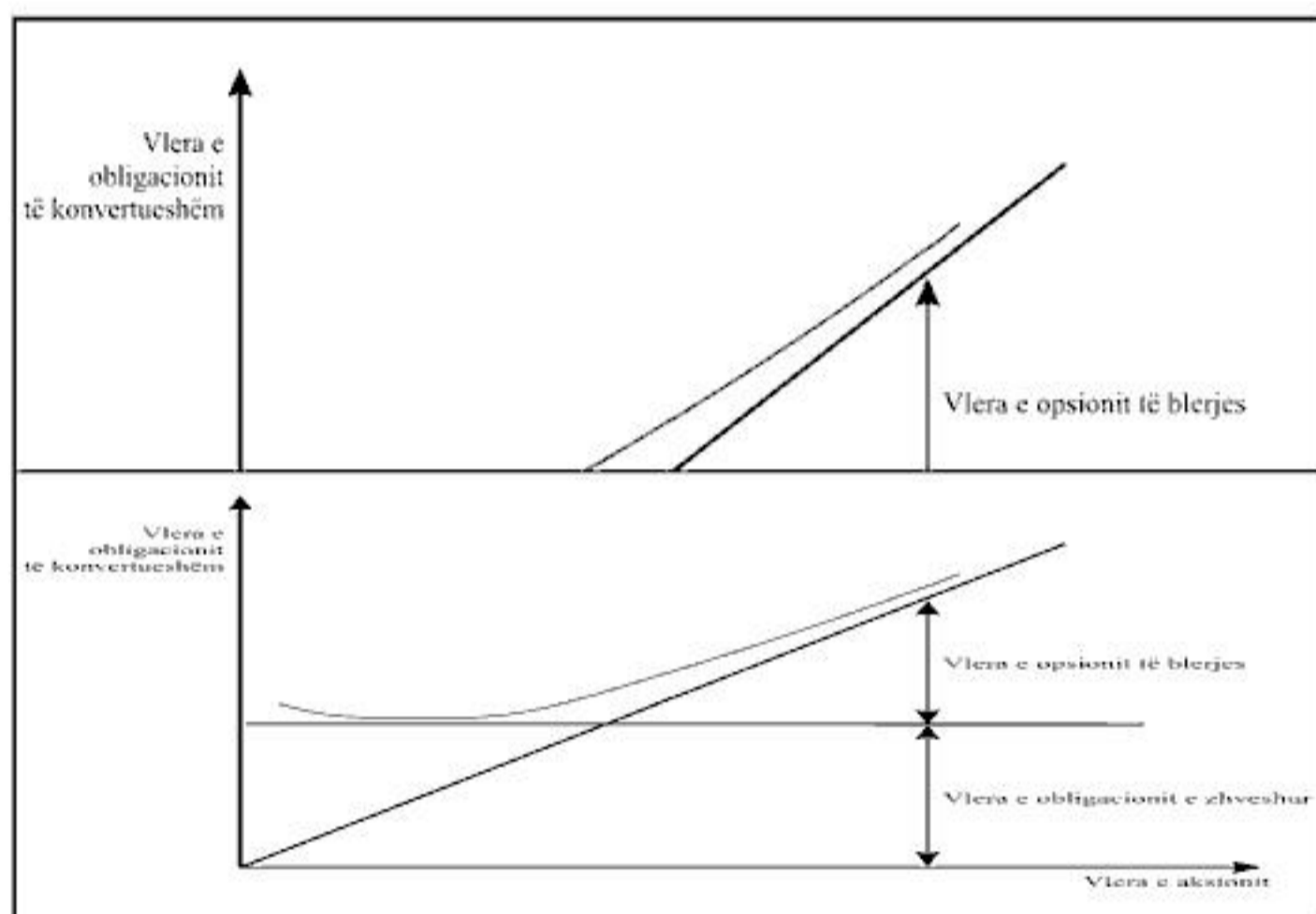
**Vlera e zhveshur** ose **dysHEMEJA AKTUARIALE** është kursi teorik i një obligacioni të zakonshëm ekuivalent të po asaj shoqërie. Vlera përcaktohet duke aktualizuar flukset e ardhshme të obligacioneve me normën e tregut.

**I poshtëngjitori** i opsionit të blerjes është aksioni i shoqërisë emetuese të obligacioneve të konvertueshme.

Vlera e obligacionit të konvertueshëm është e barabartë me mbledhjen në një shumë të vlerës së obligacionit të zhveshur dhe të vlerës së opsionit të blerjes së aksioneve.

Vlera e obligacionit Të konvertueshëm	=	vlera e obligacionit të zhveshur	+	vlera e opsionit të blerjes
--	---	-------------------------------------	---	--------------------------------

Vlera dysHEME e një obligacioni të konvertueshëm është vlera e zhveshur e obligacionit, rast në të cilin e drejta e konvertimit nuk ka ndonjë vlerë, sepse niveli i kursit të aksionit është i dobët. Obligacioni i konvertueshëm atëherë do të sillet si një obligacion klasik.



### Vlera e obligacionit të konvertueshëm

Rritja e kursit të aksionit e shton vlerën e opsionit të blerjes dhe e zvogëlon respektivisht primin e konvertimit. Obligacioni i konvertueshëm atëherë sillet gjithnjë e më shumë si një aksion, sepse probabiliteti i konvertimit në aksione është gjithnjë e më i lartë.

Ndërmjet këtyre dy zonave, obligacioni është i përzier, sjellja e tij mund të jetë e lidhur më shumë me atë të obligacionit, sesa me atë të aksionit.

## 2.2. OBLIGACIONET NË BONO NËNSHKRIMI TË AKSIONEVE (OBSA)

### 2.2.1. PËRKUFIZIMI DHE KARAKTERISTIKAT

Emetimi i parë i obligacioneve "warrant" është bërë më 1911 në Shtetet e Bashkuara. Produkti njohu popullarizimin nja dhjetë vjet më vonë, deri kur kriza e vitit 1929 i dha një goditje, që e ndërpreu për t'u rishfaqur vetëm nga mesi i viteve 50.

Në Francë u desh të pritej deri te miratimi i ligjit të 9 janarit 1983 që të njihej juridikisht krijimi i OBSA-ve.



OBSA është një obligacion klasik, të cilit i bashkangjiten një ose disa bono nënshkrimi të pashkëputshme, që mbajtësit të tij i japin të drejtën, gjatë një periudhe të caktuar, të nënshkruajë një ose disa aksione.

Në praktikë këto obligacione po ashtu cilësohen si obligacione warrants.

### 2.2.2. KRAHASIMI ME OBLIGACIONIN E KONVERTUESHËM

Mbajtësi i një OBSA ka njëherësh si cilësinë e obligacioneve në atë shkallë që nënshkruan një obligacion klasik, ashtu dhe të aksionerit potencial. Ky dualitet shprehet gjithashtu në faktin, që obligacioni dhe bonoja e nënshkruar kanë ekzistenca të pavarura: bonoja shkëputet nga huaja në obligacione dhe kuotohet veçan; kohëzgjatja e jetës së të dy titujve është e dalluar: bonot kanë një jetë që zakonisht përfshihet ndërmjet 3 dhe 5 vjetëve, ndërsa për obligacionet është më e gjatë (7 deri 10 vjet).

Nënshkruesi i OBSA-ve ka një lloj elasticiteti mjaft të madh, sepse ka mundësinë ta ruajë ose ta shesë obligacionin, ta ruajë ose ta shesë bonon e nënshkrimit, të ushtrojë ose të mos e ushtrojë bonon e nënshkrimit.

Ndryshe nga obligacioni i konvertueshëm, që përmban një prag derdhjeje të fondit, emetuesi i OBSA-s mund të përfitojë dy derdhje fondesh: e para, në kohën e emetimit të obligacioneve; e dyta, potenciale, në rastin e ushtrimit të bonove të nënshkrimit. Si rregull, bonot ushtrohen nëse kursi i aksionit është më i lartë sesa çmimi i ushtrimit. Në rast të kundërt, investuesi do të kryente një operacion të keq, sepse rendimenti i OBSA-ve është më i vogël sesa ai i një huaje klasike. Nga ana e tij, emetuesi gjithashtu ka rrezik të dëmtojë emrin e tij në tregjet financiare, sepse nuk e ka përcaktuar çmimin e përshtatshëm të ushtrimit.

Në rast se ndodh rimbursimi i parakohshëm i obligacioneve të konvertueshme, mbajtësi ka mundësi zgjedhjeje vetëm ndërmjet rimbursimit ose konvertimit. Nëse investuesi nuk dëshiron të bëhet aksioner dhe nëse kursi i aksionit është më i lartë sesa ai i obligacionit, është e logjikshme që do të detyrohet të bëjë konvertimin. Prej kësaj ai do ta marrë fitimin e vet duke shitur aksionet në treg. Nëse një numër investuesish do të bënin të njëjtën gjë, kursi i aksionit do të ulej. Gjendja është e ndryshme me OBSA-t për arsye të autonomisë së 2 titujve: në rast rimbursimi të parakohshëm të obligacioneve, investuesi kurdoherë mund t'i ruajë B.S.A.-të. Meqë ushtrimi i B.S.A.-ve nuk mund të bëhet i detyruar, konvertimi zakonisht është më i përndarë gjatë rrjedhës së kohës dhe peshon më pak mbi kursin e aksionit.

Nganjëherë OBSA-t gjithashtu përdoren si armë kundër OPA-ve. Mjafton që bonot të mbahen nga investues të lidhur njëri me tjetrin dhe ata do t'i ushtrojnë vetëm në rast të një sulmi armiqësor, me qëllim që të krijojnë një bërthamë të fortë.

### 2.2.3. DISA PRODUKTE TË TJERA TË PREJARDHURA NGA OBLIGACIONI

Ndër produktet e shumta të prejardhura nga obligacioni po përmendim:

- OBSAR: obligacion me bono nënshkrimi i rimbursueshëm,
- OBSOC: obligacion me bono nënshkrimi të obligacionit të konvertueshëm,
- Obligacion i këmbyeshëm: obligacion i përzgjedhur nga një opsion këmbimi në një titull të kuotuar të një shoqërie, në të cilën emetuesi mban një pjesëmarrje,
- Obligacion me dritare: hua afatgjatë, që mund të rimbursohet përpara afatpagesës përfundimtare me kërkesën e huadhënësit ose të emetuesit, në data të ndërmjetme dhe me çmime fikse në kontratën e emetimit,
- OCEANE: obligacion i konvertueshëm i këmbyeshëm në aksion të ri ose ekzistues. Sot është një formulë e modës dhe OCEANE-t janë obligacione të konvertueshme ose të këmbyeshme. Në afatpagesë ndërmarrrja përfiton nga opsioni për të rivënë si aksione të reja të emetuara për

rrethanat, po ashtu aksione ekzistuese të marra nga vetëkontrolli ose të riblera në treg. Ndërmarrjen kjo e tërheq për të ruajtur mundësinë që të vendosë deri në afatpagesë për ta shtuar ose jo kapitalin e vet nëpërmjet emetimit të titujve të rinj dhe në çfarë përmasash.

Për investuesin, nuk ka asnjë farë dallimi me mjetet e konvertueshme klasike, veç nëse duke mos ditur në kohën e emetimit nëse aksionet e reja do të emetohen dhe në çfarë përpjesëtimi, ai nuk mund të njehsojë një rezultat për aksionin e holluar.

## SEKSIONI IV: FINANCIMET AFATMESME DHE AFATGJATA

Financimet afatmesme dhe afatgjata të ndërmarrjeve sigurohen kryesisht nëpërmjet:

- hyrjes në borxh bankar me afat të mesëm dhe të gjatë,
- huazimit me obligacione,
- kredisë me qiradhënie.

### I. FINANCIMI BANKAR AFATMESËM DHE AFATGJATË

Kreditë afatmesme dhe afatgjata jepen prej bankave dhe institucioneve financiare klasike; bankat megjithatë ndërhyjnë në shkallë modeste në shpërndarjen e kredive afatgjata.

Sipas praktikës bankare, kohëzgjatja e kredive afatmesme përfshihet ndërmjet 2 dhe 7 vjetëve; ajo e kredive afatgjata është mbi 7 vjet dhe mund të shkojë deri në 15 vjet.

Këto financime quhen “të pandara” për arsye të natyrës së tyre të pandashme, meqë kontratohen globalisht te një bankë ose një organizëm financiar.

#### *a) Financimet bankare afatmesme:*

Gjithë bankat mund t’u japin ndërmarrjeve kredi afatmesme. Në këtë fushë bankat e dinë sesi të japin prova të aftësive krijuese. Këto institucione jo detyrimisht e sigurojnë financimin e investimeve, por ato mund të bëhen duke pasur kujdes. Një shembull të përkryer na e japin MOFF.<sup>1</sup>

#### *b) Financimet afatgjata:*

Për të siguruar financimin e tyre afatgjatë, ndërmarrjet sipas fazave u drejtohen bankave ose tregjeve. Financimet e pandërmjetësuar përbëjnë një konkurrencë kundrejt financimeve bankare të drejtpërdrejta.

Qarqet e shpërndarjes së kredive afatgjata janë:

**a) Institucionet financiare të specializuara:** këto institucione janë Grupi NATEXIS (që doli prej shkrirjes së Kredisë Kombëtare dhe të BFCE), Kredia e pajisjeve të NVM (CEPME), Arka Qendrore e Kredisë së Kooperativave e të Shoqërive të Zhvillimit Rajonal (SDR).

**b) Bankat:** vetëm në vitet 70 bankat nisën të shpërndanin hua afatgjata. Bankat me të drejtat e zakonshme kanë mundësinë t’u japin ndërmarrjeve hua të indeksuara me normën e shpërblimit të CODEVI për financimin në lartësinë deri 70 % të investimit të tyre.

**c) Huadhëniet publike:** prirja është e qartë se po shkon drejt ngushtësisht, madje deri te heqja krejt e ndihmave të shtetit. Ky megjithatë kurdoherë mund të japë kreditë e veta nëpërmjet FDES (Fondet e Zhvillimit Ekonomik e Shoqëror).

<sup>1</sup> Shih f. 315.



## 2. HUAJA “KLASIKE” NË OBLIGACIONE

### 2.1. KUSHTET E EMETIMIT NË OBLIGACIONE

Autorizimi për të emetuar një hua në obligacione jepet prej asamblesë së përgjithshme të zakonshme. Megjithatë asambleja mund t'ia delegojë këshillit administrativ, drejtorisë ose drejtuesve sipas rastit, autoritetin e nevojshëm për të kryer operacionin me afat shtyrjeje prej 5 vjetësh.

Emetimet në obligacione, të cilat në fillim lejoheshin vetëm për shoqëritë me aksione që kishin të paktën dy vjet ekzistencë dhe prandaj llogaritë e dy vjetëve të mëparshëm i kishin të miratuara rregullisht nga aksionerët, tashti që nga ligji i 15 majit 2001 për rregullat e reja ekonomike, janë gjithashtu të mundshme edhe për shoqëritë e reja. Shoqëritë e krijuara rishtas mund të bëjnë emetim obligacionesh të përbëra, që japin mundësi për të hyrë në kapitalin e shoqërisë.

Emetimet me thirrje publike për kursim e kanë të detyrueshme të jepet një njoftim informues në BALO dhe të kenë lejen paraprake të AMF-së.

### 2.2. KARAKTERISTIKAT KRYESORE TË HUASË NË OBLIGACIONE

**Çmimi i emetimit** është madhësia e derdhur nga nënshkruesi për të marrë një obligacion. Teorikisht çmimi i emetimit të një obligacioni është i barabartë me vlerën e tij nominale. Atëherë emetimi quhet “me paritet”.

Huamarrësi mundet gjithashtu të shtyhet që të ofrojë disa leverdi për nënshkruesin, me qëllim që ta bëjë huanë më tërheqëse në funksion të kushteve të tregut:

- duke shitur më poshtë sesa pariteti: diferenca ndërmjet nominalit dhe çmimit të emetimit përbën primin e emetimit. Huamarrësi megjithatë duhet të paguajë interesat mbi vlerën nominale të obligacionit.

- duke rimbursuar më shumë sesa nominali: diferenca ndërmjet madhësisë së rimbursuar dhe nominalit është primin i rimbursimit.

**Kohëzgjatja e huasë** është periudha që e ndan emetimin nga rimbursimi i vet. Kohëzgjatja ndryshon sipas nevojave të financimit të ndërmarrjes dhe më shpesh përfshihet ndërmjet 7 e 15 vjetësh.

**Data e përdorimit** është data, duke u nisur prej së cilës nisnin të mbli-dhen interesat.

**Maturimi** është intervali i kohës ndërmjet datës së tanishme dhe fundit të jetës së huasë.

**Norma nominale ose norma e faqes** mundëson të njehsohet madhësia e interesave (ose kuponi) që i duhet dhënë nënshkruesit, duke shumëzuar vlerën nominale të titullit me normën e faqes.

Norma nominale është një parametër i rëndësishëm i emetimit. Ajo fiksohet në momentin e emetimit në funksion të kushteve të tregut dhe përbën një prej çelësive të suksesit të huasë me obligacione. Norma nominale mund të jetë fikse, prandaj atëherë është e pandryshueshme gjatë gjithë jetëzgjatjes së obligacionit, ose ndryshe është e luhatshme.

**Norma aktuariale:** norma e faqes nuk i korrespondon më rendimentit real të obligacionit, kur futet një prim i emetimit ose një prim i rimbursimit, ose kur data e shlyerjes dhe data e përdorimit nuk përkojnë, ose edhe kur interesat nuk derdhen çdo vit.

Norma e rendimentit real të obligacionit në momentin e emetimit është norma e rendimentit aktuarial bruto. Ajo njehsohet si një normë e rendimentit të brendshëm dhe është e barabartë me normën e aktualizimit, që e barazon

çmimin e emetimit me shumën e të ardhurave të aktualizuara të nxjerra, të interesave dhe të rimbursimeve përfshirë.<sup>1</sup>

**Norma aktuariale** e emetimeve të përzgjedhura nga primi i emetimit ose nga primi i rimbursimit është më e lartë sesa norma nominale.

Norma e rendimentit aktuarial duhet të figurojë në njoftimin për informim.

Kostoja që përballohet realisht nga huamarrësi përbëhet prej normës së interesit, së cilës i duhen shtuar shpenzimet e emetimit, të reklamës dhe të shërbimit të huasë (pagesat për kuponat, rimbursimi...).

Tërësia e këtyre shpenzimeve shtojcë përbën koston shtojcë të rendit deri nga 2 në 3 %.

### 2.3. MODALITETET E RIMBURSIMIT TË HUASË NË OBLIGACIONE

Ka tri procedura shlyerjeje për emetimet në obligacione:

- **rimbursimi në fund:** rimbursimi i kapitalit bëhet vetëm një herë në afatpagesë. Praktika e “sinking fund” për ndërmarrjen do të thotë të vihet mënjanë rregullisht një shumë për rimbursimin e kapitalit, me qëllim që të shmanget një goditje e fortë mbi kapitalin e disponueshëm.

- **rimbursimi me këste vjetore konstante:** madhësia kushtuar rimbursimit të kapitalit dhe të interesave është konstante çdo vit. Kur madhësia e kapitalit të rimbursimit shtohet me kohë, numri i titujve të rimbursuar luhetet nga një vit në tjetrin.

- **rimbursimi me transhe ose me seri konstante:** çdo vit shlyhet një madhësi konstante e kapitalit. Madhësia e interesave zbret me kalimin e kohës. Rimbursimi i parë mund të bëhet pas një periudhe pritjeje ose një shtyrjeje të rimbursimit. Përgjithësisht përfshihet një kusht për rimbursimin e parakohshëm. Huamarrësi e ruan këtë mundësi në rast se ulen normat e interesit.

### 2.4. ROLI I BANKAVE

Roli i bankave është i ngjashëm me atë që ato sigurojnë kur emetojnë aksionet: një rol këshillues pranë huamarrësit mbi aspektet financiare e teknike të operacionit dhe menaxhimi i shërbimit të huamarrjes që mundëson komisionin.

Nga ana tjetër investimi bëhet nëpërmjet bankave. Atëherë ato përbëjnë një syndikatë të destinuar për të garantuar nënshkrimin e huamarrjes. Syndikata quhet “ala lioneze”, kur titujt e panënshkruar ndahen në përpjesëtim me diferencën ndërmjet kontributit të investimit të secilës bankë dhe vëllimit të titujve që ajo ka vënë faktikisht. Syndikimi quhet “ala pariziana” kur titujt e panënshkruar rindahen ndërmjet anëtarëve të syndikatës në përputhje me kontributet e tyre fillestare.

### 2.5. TREGU DYTËSOR DHE KUOTIMI I OBLIGACIONEVE

#### 2.5.1. TREGU DYTËSOR

Në mbyllje të emetimit, obligacionet përbëjnë objekt të një kërkesë pranimit në tregun e parë.

Si tituj të bisedueshëm në bursë, obligacionet shkëmbehen në tregun dytësor. Ky treg jep mundësinë që nënshkruesi të bisedojë për titujt qysh para afatpagesës dhe emetuesi të shlyejë një pjesë të huasë në obligacione duke riblerë në bursë.

<sup>1</sup> Shih faqen 239 e në vijim.



### 2.5.2. KUOTIMI I OBLIGACIONEVE

Kuotimi i obligacioneve shprehet në përqindje të nominalit në mënyrë që të lehtësohet krahasimi ndërmjet titujve të ndryshëm.

Nëse një obligacion shkon 4 900 € për një nominal prej 5 000 €, ai kuotohet:

$$\frac{4\,900}{5\,000} \times 100 = 98\%$$

Po ashtu, një obligacion që vlen 980 € për një nominal prej 1 000€, kuoton:

$$\frac{980}{1\,000} \times 100 = 98\%$$

Krahasimi i kurseve ndërmjet obligacioneve me këtë lehtësohet shumë.

Gjithashtu obligacionet kuotohen pa mbajtur parasysh vlerën e mbledhur të kuponit, domethënë të interesave të grumbulluar që nga pagesa e fundit. Flitet për kuotim në “këmbë të kuponit”. Në rast të kundërt krahasimet do të ishin të vështira, sepse sa më shumë afrohet afatpagesa, aq më shumë interesat e grumbulluar do ta frynin kursin.

### 2.5.3. RAPORTI NDËRMJET NORMAVE TË INTERESAVE DHE VLERËS SË OBLIGACIONIT

Vlera e obligacionit me normë fikse ndryshon në drejtim të kundërt kundrejt ndryshimeve të normës së interesit. Nëse normat e interesit rriten, vlera e obligacionit zbret; anasjelltas, nëse norma e interesit ulët, vlera e obligacionit shtohet.

**Shembull:** Të marrim një mbajtës obligacionesh me normë 5 %. Normat e interesit rriten në një pikë deri në 6 %.

Çfarë do të bëjë mbajtësi i titujve me vlerë 5 %? Ai do të përpiqet t'i shesë për të blerë obligacione me 6 %.

Cila do të jetë pasoja e vendimit të tij? Shitja e obligacioneve me 5 % do të sjellë uljen e kursit të tyre në tregun dytësor.

Cila do të jetë gjania e uljes? Kursi i obligacioneve me 5 % do të ulët derisa të arrihet një kurs, i cili jep një normë aktuariale prej 6 % për blerësit.

Një arsyetim simetrik do të bëhej për hipotezën se ka një ulje të normave.

### 2.5.4. NDJESHMËRIA

Ndjeshmëria e një titulli mat luhatjen e vlerës së tij në rast ndryshimi prej 1 % të normës së interesit.

Kursi i një obligacioni me ndjeshmëri 3,25 % ndryshon prej 3,25 % në rast ndryshimi prej 1 % të normës së interesit.

Ndjeshmëria në thelb është funksion i:

- **kohëzgjatjes së jetës së titullit:** sa më e zgjatur është afatpagesa, aq më tepër titulli është i ndjeshëm; sa më shumë afrohet afatpagesa, aq më tepër ulët ndjeshmëria e tij.

- **normës nominale të titullit:** marrëdhënia është e anasjelltë. Sa më shumë norma e faqes ngrihet, aq më tepër është e dobët ndjeshmëria, dhe anasjelltas.

### 2.5.5. KOHËZGJATJA

Ndryshimet e normave të interesit kanë dy pasoja në drejtime të kundërta mbi rendimentin e një obligacioni:

- **një pasojë kapitali:** vlera e obligacionit ndryshon në drejtim të kundërt me normën e interesit. Nëse normat e interesit shtohen, pasoja në kapital është negative; anasjelltas, nëse normat ulen, pasoja në kapital është pozitive.



- **një pasojë kuponi:** kuponet që vijnë në afatpagesë riinvestohen me normë të ndryshuar. Nëse normat e interesit rriten, pasoja e kuponit është pozitive, sepse interesat e marrë riinvestohen me normë më të lartë; nëse normat e interesit bien, pasoja e kuponit është negative.

Kohëzgjatja është koha në fillim të së cilës pasojat e kapitalit dhe të kuponit anulohen. Rënia (ngritja) e vlerës së obligacionit përbëhet nga rënia (ngritja) e interesave të marrë prej riinvestimit të kuponave. Rendimenti në afatpagesë atëherë i përgjigjet normës aktuariale në kohën e emetimit.

## 2.6. HUATË ME NORMA TË NDRYSHUESHME

Formula e huave në obligacione me normë të ndryshueshme përdoret në periudhë luhatjesh të normave të interesit.

Emetuesi përfiton nga uljet e normës së interesit, por duhet të përballojë ngritjet e normës. Gjendja e nënshkruarit është e kundërta. Normat e referimit për emetimet e obligacioneve me norma të ndryshueshme janë të shumta dhe kanë evoluar gjatë kohës. Dallohen normat e referimit monetare dhe normat e referimit në obligacione.

Tashmë janë paraqitur 4 norma me referim monetar: EONIA, EURIBOR, T4M, TAM.<sup>1</sup>

Normat e tjera me referim monetar janë:

- THB: Norma javore e bonove të Thesarit, e barabartë me normën e rendimentit aktuarial të ponderuar që nga shitjet javore në treg të bonove të Thesarit me normë fikse për 13 javë.
- TMB: Norma mesatare mujore e bonove të Thesarit, e barabartë me të mesmen aritmetike të THB të muajit që merret parasysh.

THB dhe TMB njehsohen nga Arka e Depozitave dhe Depozitimeve.

Normat e interesit me referim obligacione janë:

- THO: Norma javore e emetimeve në obligacione me normë fikse, e njehsuar duke u nisur nga norma aktuariale bruto e emetimeve në obligacione me normë fikse, të bëra në tregun e brendshëm francez gjatë një jave.
- TMO: Norma mesatare e emetimeve në obligacione me normë fikse, e barabartë me mesataren e THO të muajit, e ponderuar për vëllimet e emetimeve publike të secilës jave.
- THE: Norma javore e huave shtetërore afatgjata, e barabartë me normën e rendimentit aktuarial mesatar të një mostre huash shtetërore për më shumë se 7 vjet.
- TME: Norma mesatare e huave shtetërore afatgjata, e barabartë me të mesmen aritmetike të THE.
- TEC 10: Norma e afatpagesës konstante për 10 vjet, tregues i përditshëm i rendimenteve shtetërore afatgjata, që i përgjigjet normës së rendimentit aktuarial të një obligacioni fiktiv të Thesarit, që do ta kishte kohëzgjatjen 10 vjet.

## 2.7. RATING-U OSE NOTËZIMI FINANCIAR

Notëzimi financiar ose "rating" është zhvilluar në Europë sidomos pas fundit të viteve 80. Hyrja e euros solli një kërkesë të fortë për notëzimin: investuesit nuk ishin më të zbuluar ndaj rrezikut të këmbimit brenda zonës së euros, atëherë ata e bënë më të larmishëm me lehtësi portofolin e tyre. Notëzimi i ndihmon për të bërë zgjedhjen, duke propozuar një analizë të reziqeve të aftësisë paguese të huamarrësve.

<sup>1</sup> Shih f. 148 e vijim.

Notëzimi financiar është një vlerësim i pavarur i cilësisë së huamarrësit. Ai i jep investuesit një kriter vlerësimi të rrezikut të debitorit. Është e logjishme që nota e dhënë një huamarrësi do të ketë ndikim të drejtpërdrejtë mbi koston e borxhit të tij. Sa më të mirë ta ketë notën në shkallëzim, aq më e vogël është kostoja e borxhit në obligacione.

Agjencitë notëzojnë në afat të shkurtër (më pak se një vit) dhe në afat të gjatë.

Agjencitë kryesore të notëzimit janë: MOODY'S, STANDARD & POOR'S dhe FITCH.

**Shembull:** Notat afatgjata të SCOR

19 dhjetor 2001.	AA-, perspektiva negative
15 janar 2002.	A +, perspektiva e qëndrueshme
4 shtator 2002.	A +, vënia nën vëzhgim me ndërlikime negative
21 tetor 2002.	A, perspektiva e qëndrueshme
30 tetor 2002.	A-, vënia nën vëzhgim me ndërlikime negative
27 dhjetor 2002.	A-, perspektiva negative
17 qershor 2003.	A-, vënia nën vëzhgim me ndërlikime negative
4 korrik 2003.	BBB +, vënia nën vëzhgim me ndërlikime të papërcaktuara

Burimi: Standard & Poor's

SHKALLA E NOTËZIMIT TË TITUJVE NË OBLIGACIONE			
MOODY'S	STANDARD & POOR'S	FITCH	
Aaa	AAA		Cilësia më e mirë
Aa	AA		Cilësia e lartë
A	A		Cilësia e mirë
Baa	BBB		Cilësia mesatare
Ba	BB		E natyrës spekulative
B	B		Aflësi e ulët huamarrjeje
Ccc	CCC		Cilësia e dobët
C	CC		Spekulative
C	C		Afër falimentimit
	D		Në falimentim

### 3. KREDI ME QIRADHËNIE

Kredia me qiradhënie është një teknikë financimi, e cila u zhvillua kryesisht në Francë që prej njëzet vjetësh, si rrjedhim i ligjit të 2 korrikut 1966 për qiradhënien e pasurive të luajtshme dhe të urdhëresës së 28 shtatorit 1967 për qiradhënien e pasurive të paluajtshme.

Kjo formulë është origjinale, sepse ndërmarrja ka pasuri të luajtshme ose të paluajtshme pa qenë e detyruar të bëhet juridikisht pronare.

Kredia me qiradhënie është një operacion për të dhënë pasuri në formën e pajisjeve, materialeve, veglave ose pasurive të paluajtshme për përdorime profesionale, të blera për këtë qëllim nga shoqëritë e kredidhënies me qira, të cilat mbeten pronare të tyre.

Një operacion kredie me qiramarrje bën të ndërhyjnë tre operatorë:

- ndërmarrja që dëshiron të kryejë një investim të financuar në formën e kredisë me qira. Ajo zgjedh materialin dhe furnizuesin.

- shoqëria e kredisë me qira (që duhet të përfshihet në listën e stabilime-nteve financiare). Ajo e financon operacionin.

- furnizuesi i pasurisë që ia shet drejtpërdrejt shoqërisë së kredisë me qira dhe paguhet prej saj.

Kontrata për kredinë me qiradhënie parashikon një periudhë të dhënies me qira, si rregull i përgjithshëm me kohëzgjatje të barabartë me kohën e shlyerjes fiskale të pasurisë, gjatë së cilës asnjëra prej palëve nuk mundet, me përjashtim të rasteve të jashtëzakonshme, t'i japë fund kontratës së dhënies me qira. (Kontratat e kredisë me qiradhënie për pasuri të paluajtshme parashohin modalitete, nëpërmjet të cilave qiradhënësi dhe qiramarrësi mund të çlirohen prej tyre).

Me mbarimin e kësaj periudhe, qiramarrësi ka të drejtën ta blerë pasurinë me një vlerë mbetëse, të përcaktuar në kontratë, ose të vijojë qiramarrjen, në parim me një pagesë qiraje më të vogël, ose madje dhe ta rikthejë pasurinë te shoqëria qiradhënëse.

Qiraja që derdh ndërmarrja qiramarrëse përfshin barrën e amortizimit të pasurisë, koston e kapitaleve të ngurtësuara, shpërblimin e shërbimeve të dhëna nga shoqëria qiradhënëse, e gjithashtu një prim rreziku. Edhe nëse kostoja e financimit të kredisë me qiradhënie është më e lartë sesa ajo e huasë bankare, paraqet përsëri leverdi të padiskutueshme. Kjo formulë i jep ndërmarrjes një financim integral të investimit, që nuk mundësohet nga financimi me huamarrje. Gjithashtu është një mjet financimi i butë, që paraqet formula të ndryshme.

Kështu, për shembull, cedimi i qiradhënies ose lease-back, që do të thotë për ndërmarrjen t'ia cedojë një pasuri të luajtshme ose të paluajtshme një shoqërie, e cila ia jep menjëherë me qira. Kjo teknikë nuk sjell aktive plotësuese, por siguron likuiditete. Disa ndërmarrje kështu në vitet 80 kanë vepruar me cedim për qiradhënie të vendeve të shoqërisë për të rindërtuar kapitalin e disponueshëm

Disa mendojnë se kredia me qiradhënie ruan tërësinë e aftësisë së hyrjes në borxhe të ndërmarrjes, në atë shkallë që kredia me qiradhënie nuk pasqyrohet në bilancin e saj. Ky argument nuk është i pranueshëm në shkallën që zotimet e kredive të qiradhënies figurojnë jashtë bilancit dhe përbëjnë sistematikisht objekt të ritrajtimit nga ana e analistëve.





## KREU 8

### POLITIKA FINANCIARE E NDËRMARRJES

A varet vlera e një ndërmarrjeje nga struktura e saj financiare? Me fjalë të tjera, a e prekin vlerën e ndërmarrjes vendimet e politikës financiare dhe, në rast të përgjigjes pozitive, në çfarë mënyre?

Kjo pyetje themelore e teorisë financiare, qartas njëra nga më të debatuarat, ka gjithashtu interes praktik të dukshëm. Në rastin kur vendimi për të hyrë borxh nuk është pa ndikim për vlerën e ndërmarrjes, ndarja ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve duhet të optimizohet me qëllim që të maksimalizohet vlera e ndërmarrjes. Politika e shpërndarjes do të synonte të njëjtin objektiv.

Teoria moderne e financës është përpunuar në vitet 50-60 nën shtytjen e ekonomistëve të Amerikës së Veriut me qëndrime neoklasike. Në themel të punimeve të tyre është postulati neoklasik, sipas të cilit objektivi i caktuar i ndërmarrjes është vlerësimi maksimal. Vlera e aksioneve nga ky fakt maksimalizohet e gjithashtu pasuria e aksionerëve. Krijimi i vlerës për aksionerin ("shareholder value"), e popullarizuar prej anglo-saksonëve që prej dhjetë vjetësh, frymëzohet nga rryma e këtyre kërkimeve.

Ky konceptimi i ndërmarrjes, duke u përqendruar përjashtimisht vetëm te pasurimi i aksionerëve, kundërshtohet nga përkrahësit e teorisë së kontrollit menaxherial dhe nga organizatat, të cilat nuk e pranojnë që e gjithë larmia dhe natyra e ndërlikuar e ndërmarrjes të mbyllet brenda një kornize kaq të ngushtë. Galbraith-i prej shumë kohësh ka theksuar rolin e ushtruar prej "tekno-strukturës". Teoricienët modernë nga ana e tyre, i integrojnë mundësitë e konflikteve në gjirin e ndërmarrjes, e konkretisht ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve.

Përgjigjja kundrejt problemit të rrjedhëjave të vendimeve të politikës financiare mbi vlerësimin e ndërmarrjes kërkon, siç është përkufizuar paraprakisht, një instrument vlerësimi të kostos së kapitalit të ndërmarrjes. Teoria neoklasike ka përpunuar konceptin e kostos mesatare, të ponderuar për kapitalin, që mbahet si norma e aktualizimit të flukseve të pritshme të kapitalit financiar.

Pas paraqitjes së këtij koncepti, do të analizohet në dy seksionet vijuese ndikimi i vendimeve për të hyrë në borxh dhe për shpërndarjen.

Plani i kreut 8 është si më poshtë:

Seksioni I	: Kostoja e kapitalit.
Seksioni II	: Struktura e financimit.
Seksioni III	: Politika e dividendeve.





## SEKSIONI I: KOSTOJA E KAPITALIT

Kostoja e kapitalit është kostoja e tërësisë së fondeve të përhershme të ndërmarrjes, domethënë e fondeve të veta dhe të borxheve afatmesme e afatgjata.

Kostoja e kapitalit është i vetmi minimum rentabiliteti që duhet kërkuar prej një investimi: nëse rentabiliteti i një projekti investimi është më poshtë sesa kostoja e burimeve që e financojnë, ai nuk duhet të vihet në zbatim. Në rast të kundërt, atëherë ai do të sjellë pakësimin e rentabilitetit të ndërmarrjes dhe rrjedhimisht, uljen e vlerës së saj.

Për një ndërmarrje, sa më e ulët është kostoja e kapitalit të saj, aq më i rëndësishëm është numri i investimeve që mund të kenë rentabilitet të paktën të barabartë.

Kostoja e kapitalit është kosto heterogjene, përbëhet njëherësh prej kostove të shprehura, domethënë kostove që marrin parasysh vetëm e vetëm daljet efektive të likuiditeteve të lidhura drejtpërdrejt nëpërmjet financimit, si për shembull huatë bankare ose huatë në obligacione, dhe prej kostove të nënkuptuara për financimet, përdorimi i të cilave nuk shprehet drejtpërdrejt nëpërmjet ndonjë lloji të kapitalit të disponueshëm. I tillë është rasti konkretisht i fitimeve të pashpërndara dhe i rezervave. Është veçanërisht punë delikate përcaktimi i kostos së nënkuptuar të një burimi financimi.

### 1. PËRCAKTIMI I KOSTOS SË BURIMEVE TË FINANÇIMIT

Kostoja e kapitalit është përkufizuar si e barabartë me koston e ponde-ruar të fondeve të përhershme. Kështu ecuria do të ishte të vlerësohej kostoja e burimeve të ndryshme të financimeve të përhershme të ndërmarrjes. Dy burimet kryesore të financimit janë borxhet dhe kapitalet e veta.

#### 1.1 KOSTOJA E BORXHEVE

Kostoja e shprehur e borxheve është norma aktuariale, që e barazon madhësinë efektive të huazuar me vlerën e aktualizuar të interesave dhe të rimbursimeve të kapitalit të huazuar, pasi bëhet korrigjimi për tatimin. Duke mbajtur parasysh këto korrigjime, kostoja e borxheve ndryshon prej normës kontratore ose prej normës nominale. Për huatë në obligacione, do të mbahet madhësia e huazuar, duke zbritur primet e rastit të emetimit, rimbursimin, shpenzimet e ndryshme dhe tatimin.

Kostoja vjen pas tatimit për ndërmarrjet fitimprurëse, sepse interesat përbëjnë një barrë të zbritshme nga ana fiskale.

Ta ilustron këto pikë me dy shembuj të thjeshtë:

##### a) Rasti i një huaje bankare

Le të kemi një hua bankare me karakteristikat e mëposhtme:

- madhësia e huazuar: 1 500 000 €

- rimbursimi në 4 këste vjetore prej 475 000 €

Mbi fitimet do të mbahet një normë tatimi prej 40%.

Të njehsojmë koston e huasë bankare.

Meqë mungon një njehsuese financiare, e cila do të na jepte normën prej 10,17%, do t'iu drejtohem tabelave të aktualizimit.

Norma e interesit që duhet përcaktuar është ajo, e cila e barazon shumën e huazuar me madhësitë e rimbursuara:

$$1\,500\,000 = \frac{475\,000}{(1+i)} + \frac{475\,000}{(1+i)^2} + \frac{475\,000}{(1+i)^3} + \frac{475\,000}{(1+i)^4}$$

$$1\,500\,000 = \sum_{t=1}^4 \frac{475\,000}{(1+i)^t}$$

$$\sum_{t=1}^4 \frac{475\,000}{(1+i)^t} = 3,158$$

Në tabelën e aktualizimit (shih Shtojcën f. 377) për një kohëzgjatje prej 4 vjetësh, bëhet reperimi me vlerat që përfshijnë 3,158.

- 3,169 për një normë prej 10 %

- 3,037 për një normë prej 12 %.

Nëpërmjet interpolimit linear, duke e marrë se 2 % të normës i përgjigjen një diference prej 0,132, na del:

$$\frac{2\% \times 0,011}{0,132} = 0,166$$

Norma e interesit përpara tatimit është prej:

$$10\% + 0,17\% = 10,17\%$$

Kostoja e huasë bankare pas tatimit është:

$$10,17\% \times (1-0,4) = 6,10\%$$

#### b) Rasti i një huaje në obligacione

Karakteristikat e një huaje në obligacione le të jenë:

- Nominali i obligacioneve 1 000 €
- të emetuara me 990 € me normën prej 12 %
- të rimbursueshme në fund brenda 5 vjetëve me një prim prej 15 €

për titull.

Norma e tatimit mbi fitimet është 40 %.

Shpenzimet financiare për titull, në ngarkim të ndërmartjes, janë 1 000 x 12 % = 120. Ndërsa pas tatimit: 72 €.

Vijimësia e flukseve është si më poshtë:

$$990 = \frac{72}{(1+i)} + \frac{72}{(1+i)^2} + \frac{72}{(1+i)^3} + \frac{72}{(1+i)^4} + \frac{1087}{(1+i)^5}$$

Kostoja reale e huasë në obligacione është 7,71 %, që ndryshon ndjeshëm prej normës nominale prej 12 %.

## 1.2. KOSTOJA E KAPITALEVE TË VETA

Kostoja e kapitaleve të veta është tepër e vështirë të përcaktohet. Atëherë flitet më tepër për një vlerësim, sepse vargu i fitimeve të ardhshme është i rastësishëm. Teorikisht, ajo përkufizohet si norma e rendimentit të kërkuar

prej tregut. Është norma e rendimentit minimal të kërkuar prej aksionerëve për të ruajtur titullin, ose për aksionerët potencialë që të vendosin ta blejnë.

Kapitalet e veta përfshijnë kapitalin e shoqërisë, primet dhe rezervat.

Kostoja e kapitaleve të veta mund të vlerësohet nëpërmjet dy metodave: vlerësimi nëpërmjet dividendeve ose nëpërmjet MEDAF.

### 1.2.1. METODA E VLERËSIMIT NËPËRMJET DIVIDENDEVE

Teoria e pranon se vlera e një aksioni është e barabartë me shumën e vlerave të aktualizuara të dividendeve që priten në të ardhmen. Në  $t_0$ , vlera e një aksioni është:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

ku:  $P_0$  = vlera e aksionit në treg në  $t_0$

$d_t$  = dividendi për aksion i pritshëm në  $t$

$k$  = norma e rendimentit të kërkuar nga aksioneri, ose kostoja e kapitalit

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Nëse pranojmë që dividendet shtohen për një normë konstante ( $g$ ), ekuacioni do të bëhet atëherë:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty}$$

Nëse  $k > g$ , ekuacioni përmbledhet në

$$P_0 = \frac{D_0}{(k-g)}$$

prej nga nxjerrim:

$$K = \frac{D_0}{P_0} + g$$

Kjo formulë njihet me emrin modeli i Gordonit.

Modeli ka dy të meta kryesore: ai mbështetet mbi hipotezën e një rritjeje të vijueshme të dividendeve dhe nuk merr parasysh nivelin e rrezikut që lidhet me investimin.

### 1.2.2. MODELI I VLERËSIMIT TË AKTIVEVE FINANCIARE: MEDAF

#### a) Paraqitja e modelit

MEDAF-i (anglisht: Capital Assets Pricing Model: CAPM) vendos një relacion linear ndërmjet rentabilitetit që duhet kërkuar prej një aktivi financiar dhe rrezikut të tij, të matur me koeficientin  $\beta$ . Ai mundëson të gjendet kostoja e kapitaleve të veta, që përfshin edhe një rregullim për rrezikun.

Rreziku bashkangjitur një titulli shpërbëhet në dy rreziqe të dalluara:

- **Rreziku sistematik ose rreziku i tregut**, i cili vjen nga evoluimi i përgjithshëm i tregut të titujve.

- **Rreziku i veçantë**, i lidhur me vetë titullin dhe me karakteristikat e tij të veçanta. Ky është rreziku individual i shoqërisë.



Ndjeshmëria ose avullueshmëria e një titulli në raport me tregun në tërësi në e vet matet nëpërmjet “betës” ose koeficientit beta (që shënohet  $\beta$ ) të titullit.

Titujt e avullueshëm paraqesin një rrezik më të madh sesa ai i tregut; koeficienti i tyre  $\beta$  është më i lartë sesa 1.

Titujt më pak të avullueshëm kanë rrezik më të ulët sesa ai i tregut, koeficienti i tyre  $\beta$  është më i ulët sesa 1.

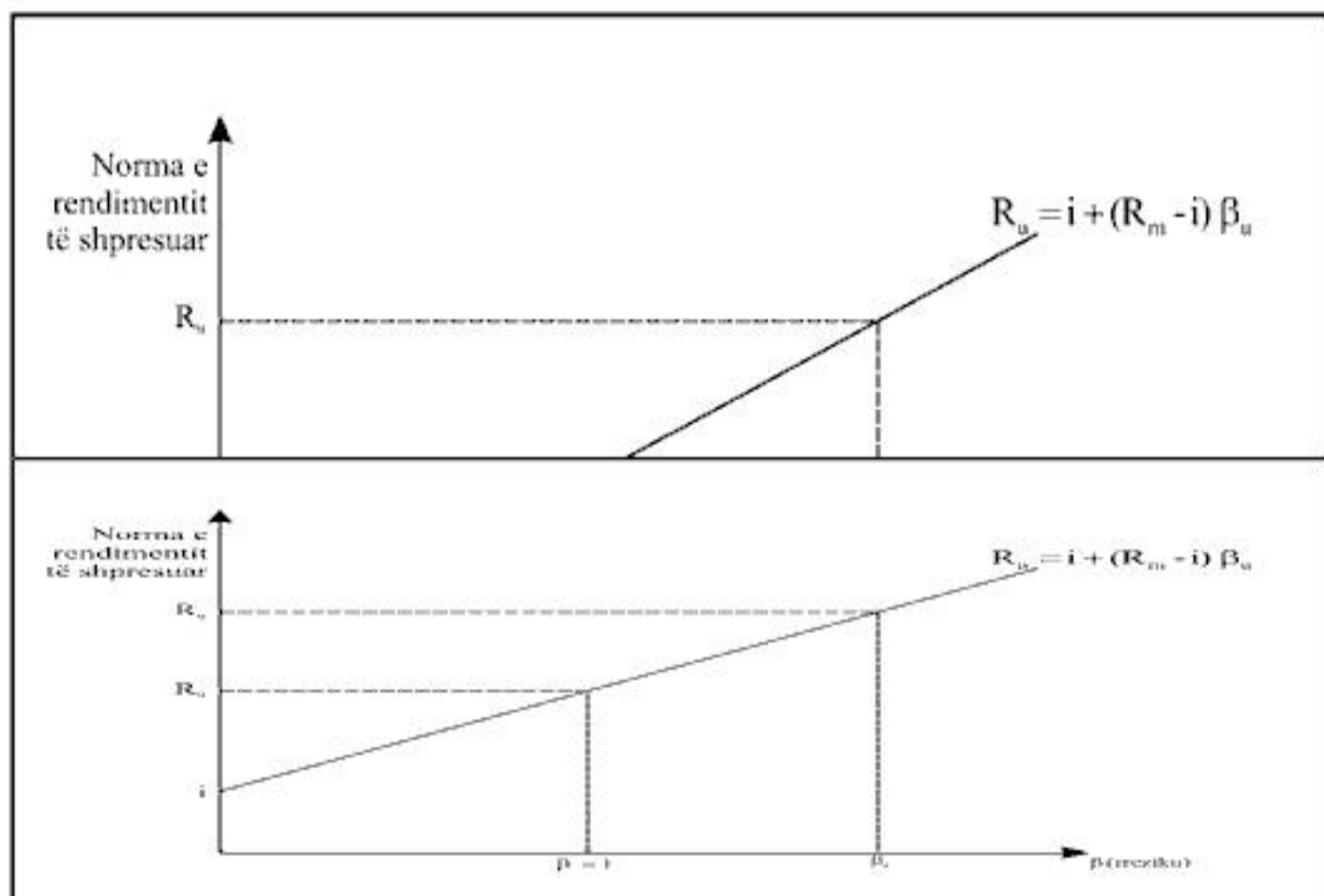
Kostoja e fondeve të veta në MEDAF shprehet nëpërmjet relacionit të mëposhtëm:

Rendimenti i titullit	=	Norma pa rrezik	+	Ndjeshmëria e titullit në treg $\beta$	x	Rendimenti Norma i prituri - pa tregut rrezik
-----------------------------	---	-----------------------	---	--	---	---

$$R_u = i + (\beta_u) (R_m - i)$$

- Ku  $R_u$  = norma e rendimentit të titullit u, ose kostoja e fondeve të veta  
 $i$  = norma e interesit pa rrezik (investim pa rrezik i tipit Bono Thesari)  
 $R_m$  = rentabiliteti i pritshëm i tregut  
 $\beta_u$  = beta e aksionit u, masë e primit të rrezikut të aksionit u.<sup>1</sup>

#### E DREJTA E ARBITRIMIT RREZIK – RENTABILITET



$(R_m - i)$  shpreh primin e rrezikut të tregut.

Grafikisht ekuacioni përcakton një të drejtë arbitrimi ndërmjet rrezikut e rentabilitetit.

Sipas MEDAF-it, norma e rendimentit të prituri të një aksioni është e barabartë me shumën e normës pa rrezikun plus produktin e betas të aksionit me primin e tregut.

<sup>1</sup>  $\beta$  është e barabartë me bashkëvariancën ndërmjet normës së rentabilitetit të aksionit dhe normës së rentabilitetit të tregut të lidhur me variancën e normës së rentabilitetit të tregjeve, domethënë:

$$\beta = \frac{\text{Bashkv.}(R_u, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

Ky model mundëson njehsimin e normës së rentabilitetit të pritshëm, që mund të përdoret si vlerësim për koston e fondeve të veta.

Le të kemi një shoqëri, koeficienti  $\beta$  i titullit të së cilës është 0,9. Norma e interesit pa rrezik është prej 5 % dhe norma e tregut prej 12 %. Norma e rentabilitetit të kërkuar nga aksionerët atëherë është:

$$R = 5 \% + 0,9 (12 \% - 5 \%) = 11,3 \%$$

#### **b) Kufijtë e MEDAF-it**

MEDAF-i mbetet modeli që përdoret më shumë në financë, e megjithatë, edhe ai është kritikuar. Kritikën kryesisht përmbledhen në dy pika: përcaktimi i normës së interesit pa rrezik dhe beta.

Për të përcaktuar normën pa rrezik, zakonisht nisen nga titujt shtetërorë. Përveç që në të vërtetë nuk ka tituj të palidhur me asnjë lloj rreziku, por ka më tepër tituj me rreziqe të pakta, edhe titujt shtetërorë gjithashtu nuk japin më një normë unike. Atëherë, cila normë të merret si referim: norma e interesit të titujve për 3 muaj, 10 vjet, 20 vjet...?

Grupi tjetër i kritikave përqendrohet te beta. Në të vërtetë MEDAF-i përcakton vetëm një faktor rreziku, rrezikun e tregut të matur për beta. Ai njehsohet duke zbritur me drejtim nga pas vargjet historike të rentabilitetit të titullit kundrejt tërësisë së tregut. Beta atëherë paraqet masën historike të avullueshmërisë. Kështu modeli na paraqitet si një model parashikues, në të cilin i vetmi faktor i rrezikut është një masë historike. Kritika do të ishte më pak e pranueshme, nëse beta do të ishte e qëndrueshme. Mirëpo nuk ndodh kështu, beta është e paqëndrueshme në kohë.

Për më tepër, disa autorë kanë vënë re se beta nuk i shpjegonte kurdoherë në mënyrë të kënaqshme diferencat e rendimenteve të titujve. Vijnë në vështrim edhe faktorë të tjerë, si madhësia e shoqërisë, e përcaktuar për shembull nga aftësia në bursë, përpjesëtimi kurs/vlera neto kontable, ose dhe kursi/fitimi, madje edhe rendimentet historike të titullit.

#### **c) Modeli APT**

Modeli Arbitrage Pricing Theory (modeli i vlerësimit nëpërmjet arbitritimit ose teoria e çmimeve të arbitritimit) e S. Ross-it përbën një farë mënyre përgjithësimi të MEDAF-it.

Autori e quan se ecuria e një aktivi shpërbëhet në disa koeficientë të ndjeshmërisë ndaj rreziqeve, me shkallë të ndryshme, dhe jo në një të vetëm. Për secilën ndërmarrje ka një rrezik mbetës ose “zhurmë”.

Kështu, sipas hipotezës në të cilën mbahen 5 koeficientë:

Rendimenti i pritur	=	Norma pa rrezik	+	Ndjeshmëria ndaj faktorit 1	Primi i rrezikut të faktorit 1	...	Faktorët 2,3,4,5	+	“zhurma” specifike për ndërmarrjen
---------------------	---	-----------------	---	-----------------------------	--------------------------------	-----	------------------	---	------------------------------------

Modeli APT përdoret veçanërisht për të matur ecurinë e një portofoli titujsh.

## 1. NJEHSIMI I KOSTOS SË KAPITALIT

Kostoja e kapitalit, ose edhe kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit, është e barabartë me shumën e ponderuar të koston së pjesës relative të buri-  
meve të ndryshme të financimit të përhershëm.

Formual e njehsimit është si më poshtë:

$$K_0 = k_e \frac{C}{C + D} + k_i \frac{D}{C + D}$$

ku:  $K_0$  = kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit

$k_e$  = kostoja e kapitaleve të veta

$k_i$  = kostoja e fondeve të huazuara

$C$  = kapitalet e veta

$D$  = borxhet

Siç e kemi theksuar tashmë, vështirësia në njehsim është te vlerësimi i kostos së kapitaleve të veta, që është një kosto e përafërt, si edhe te ponderimi i burimeve të financimit. Të paktën për shoqëritë e kuotuar, a duhet mbajtur kapitali në bursë, ose më mirë vlera kontable e kapitaleve të veta? Përgjithësisht, këto dy vlera në të vërtetë janë të ndryshme. Ponderimi për vlerën në bursë duket se është më i përshtatshëm, në atë shkallë që ai i referohet tregut, një përçapje e cila përputhet me teorinë e koston së kapitalit. Atëherë mund të shtrohet një problem me luhatjet e kursit të aksioneve, që rrezikojnë të shkaktojnë për një periudhë të caktuar diferenca të ndjeshme në ponderimet.

Ta ilustrojmë, duke u nisur nga një shembull i ndikimit të zgjedhjes së kriterit të ponderimit mbi koston e kapitalit.

#### PONDERIMI KONTABËL

		Ponderimi	Kostoja në %	Kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit në %
Kapitali i shoqërisë (1000 aksione për 100FRF)	100 000	50 %	10 %	5,0 %
Rezervat	20 000	10 %	5 %	0,5 %
Borxhet afatmesme e afatgjata	80 000	40 %	6 %	2,4 %
GJITHSEJ	200 000	100 %		7,9 %

#### PONDERIMI I BURSËS

		Ponderimi	Kostoja në %	Kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit në %
Kapitali i shoqërisë (1000 aksione për 100FRF)	150 000	65 %	10 %	6,5 %
Borxhet afatmesme e afatgjata	80 000	35 %	6 %	2,1 %
GJITHSEJ	230 000	100 %		8,6 %

Të dyja metodat dalin te një kosto e kapitalit e ndryshme: 7,9% dhe 8,6%, domethënë një diferencë prej 0,7 %.

Si përfundim, kostoja e kapitalit është një nocion kyç në financë, si në planin teorik, ashtu dhe në planin praktik. Roli i saj është përcaktues në vendimet e politikës financiare, si edhe për zgjedhjen e investimeve në atë shkallë që ajo përbën normën e mospranimit. Por duhen njohur edhe kufijtë e këtij koncepti.



## SEKSIONI II: STRUKTURA E FINANCIMIT

Përgjigjet e dhëna për çështjen e ndikimit të ndarjes ndërmjet kapitaleve të veta dhe borxheve mbi vlerën e ndërmarrjes janë kontradiktore. Disa autorë pohojnë se struktura financiare do të ishte asnjëse mbi vlerën e ndërmarrjes, ndërsa të tjerët, përkundrazi, e quajnë se nuk do të jetë.

Ndikimi i hyrjes në borxhe mbi vlerën e ndërmarrjes tradicionalisht është trajtuar nga efekti i levës, që vë në dukje ekzistencën e një efekti të rendimentit mbi rentabilitetin financiar të ndërmarrjes. Ky qëndrim është kundërshtuar prej autorësh, si Modigliani dhe Milleri-i, që mbrojnë asnjësinë e strukturës financiare.

Trajtimet e kohëve të fundit, më realiste, e quajnë se shkalla e hyrjes në borxh ka një ndikim mbi vlerën e ndërmarrjes dhe, si rrjedhim, sigurisht që ka një strukturë financiare optimale.

Tiparet kryesore të këtyre ndihmesave në teorinë e politikës financiare do të trajtohen një për një.

### I. EFEKTI I LEVËS

Hyrja në borxh sjell barrë financiare, përgjithësisht të fiksuara, të cilat nuk janë të lidhura me ecurinë e ndërmarrjes. Në rast se ulet rentabiliteti, aksionerët mund të mos i marrin dividendet e skontuara. Në rast të kundërt, aksionerët do të mbështesin një ulje të dividendeve të tyre.

Efekti i levës i borxhit mundëson që të vlerësohet ndikimi i hyrjes në borxhe mbi rentabilitetin e kapitaleve të veta.

Le të kemi:  $C$  = madhësia e kapitaleve të veta.

$D$  = madhësia e borxheve

$A$  = madhësia e aktivit gjithsej:  $A = D + C$ .

$r$  = rentabiliteti i firmës ose rendimentet e aktiveve.

$i$  = norma e interesit të huave.

$k_a$  = rentabiliteti financiar i ndërmarrjes, domethënë i kapitaleve të veta.

Rezultati përpara interesave është i barabartë me:  $rA$

dhe pas interesave me  $(rA - iD)$

Rentabiliteti i firmës, raporti i rezultatit pas barrëve financiare kundrejt kapitaleve të angazhuara shprehet kështu:  $k_a = \frac{(rA - iD)}{C}$

ose edhe:  $k_a = \frac{r(C + D) - iD}{C}$

Prej nga:  $k_a = r + (r - i) \frac{D}{C}$

Kjo formulë vë në dukje efektin e uljes së ushtruar nga borxhi mbi rentabilitetin e fondeve të veta, me kushtin që një normë rendimenti e aktiveve të jetë më e lartë sesa norma e interesit.

Janë të mundshme tre raste:

-  $R > i \rightarrow$  Efekti i levës shpaloset plotësisht. Rentabiliteti financiar shtohet bashkë me nivelin e hyrjes në borxh.

-  $R = i \rightarrow$  Mungon efekti i levës, niveli i hyrjes në borxh nuk ndikon mbi rentabilitetin financiar.

-  $R < i \rightarrow$  Efekti i levës luan rol të pafavorshëm. Rentabiliteti financiar ulet bashkë me rritjen e borxhit.

Në këtë fazë, do ta përfundojmë me ndikimin e borxhit mbi rentabilitetin financiar të firmës, megjithatë pa qenë në gjendje të përcaktojmë përpjesëtimin optimal të borxheve ndaj fondeve të veta.

## 2. TEORITË E MODILIANIT DHE TË MILERIT

Teoria e strukturës financiare optimale prej shumë kohësh ka qenë e sunderuar prej tezave të Modilianit e të Milerit. Këta dy autorë që në fillim kanë vërtetuar, se në një botë pa fiskalitet, vlera e ndërmarrjes është e pavarur nga struktura e saj financiare. Por kur hyn fiskaliteti, atëherë ata kanë treguar se vlera e ndërmarrjes rritet bashkë me hyrjen e saj në borxhe.

### 2.1. TEOREMA E PARË E MODILIANIT DHE MILERIT: NË MUNGESË TË FISKALITETIT (1958)<sup>1</sup>

Modeli i Modilianit dhe Milerit mbështetet në hipotezat e mëposhtme:

- Tregjet financiare janë të përkryera.
- Investuesit kanë sjellje të arsyeshme, ata zotërojnë gjithë informacionin pa kosto dhe mund të marrin e të japin hua me po atë normë si edhe ndërmarrjet.
- Nuk ka kosto të transaksionit.
- Nuk ka tatim dhe sipas modelit të dytë, merren parasysh vetëm tatimi mbi fitimet.
- Fitimet shpërndahen integralisht.

Vërtetimet e tyre mbështeten te një proces arbitrimi: nëse vlera e ndërmarrjes që ka hyrë në borxh është më e lartë sesa e ndërmarrjes pa borxhe, atëherë paraqiten mundësitë e arbitrimit.

Le ta ilustrojmë vërtetimin e Modilianit e të Milerit, duke u nisur nga një shembull i thjeshtë:

Le të kemi dy ndërmarrjet A dhe B të njëjta nga çdo pikëpamje, me përjashtim të strukturës së tyre financiare.

Ndërmarrja A nuk ka hyrë në borxh, ndërsa B-ja e ka në madhësinë 4000. Norma e interesit është 8 %. Rezultati i shfrytëzimit është 2 000.

	A	B
Rezultati i shfrytëzimit	2 000	2 000
Interesat	<u>0</u>	<u>320</u>
<b>Rezultati neto</b>	<b>2 000</b>	<b>1 680</b>
Kapitalet e veta	10 000	6 000
Borxhet	<u>0</u>	<u>4 000</u>
<b>Vlera e ndërmarrjes</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>

<sup>1</sup>Modigliani-Miller, The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, *America Economic Review*, korrik 1958.

Për Modilianin e Milerin vlera e ndërmarrjes A është e njëjtë me atë të ndërmarrjes B. Megjithatë të pranojmë se nuk ndodh kështu dhe se vlera e B-së nuk është më e lartë sesa ajo e A-së. Për shembull, B-ja të jetë 12 000.

Përpjesëtimi i hyrjes në borxh për B është  $4\,000 / 12\,000 = 33\%$ . Vlera e kapitaleve të veta shkon te  $12\,000 - 4\,000 = 8\,000$ , domethënë një rentabilitet i fondeve të veta prej  $1\,680 / 8\,000 = 21\%$ .

Aksionerët e B-së kanë përparësinë t'i shesin titujt e tyre të B-së dhe të hyjnë në borxh me të njëjtën përpjesë si B-ja, për të blerë titujt e A-së.

Kështu një aksioner që mban 1 000 tituj të B-së do t'i cedojë titujt e vet dhe do të marrë hua 500. Përpjesëtimi i tij i hyrjes në borxh kështu është i njëjtë me atë të B-së.

Më pas ai do të blerë tituj të A-së, që atij do t'i sjellin:

$$2\,000 \times \frac{1\,500}{10\,000} = 300,$$

domethënë pas zbritjes së shpenzimeve financiare për huanë e tij:

$$300 - 40 = 260.$$

Norma e rentabilitetit del  $260 / 1\,000 = 26\%$ , kundrejt  $21\%$  më parë.

Si rrjedhim, nëse vlera e B-së do të ishte më e lartë sesa e A-së, mundësitë e arbitritit të krijuara në këtë mënyrë do të ndërhyjnë për rregullimin e vlerës së B-së në nivelin e A-së.

Ky vërtetim mbështetet mbi hipotezën e tregjeve të përkryera dhe te mundësia e ofertës për investuesit që të hyjnë në borxh me të njëjtat kushte si dhe ndërmarrjet.

Si përfundim, në një botë të përsosur, vlera e ndërmarrjes nuk preket nga struktura e saj financiare dhe vlera e saj nuk preket nga niveli i hyrjes në borxh.

## 2.2. TEOREMA E DYTË E MODILIANIT E MILERIT: DUKE MARRË PARASYSH FISKALITETIN (1963)<sup>1</sup>

Në të vërtetë borxhet dhe kapitalet e veta nuk përfitojnë trajtim të njëjtë fiskal. Barrët financiare nxirren nga rezultati i tatueshëm, ndërsa me dividendet nuk ndodh kështu. Hyrja e një trajtimi fiskal asimetric ndërmjet shpërbimit të kredituesve dhe asaj të aksionerëve i ndryshon ndjeshëm përfundimet fillestare të Modilianit e Milerit. Përsëri po të arsyetojmë duke u nisur nga procesi i arbitritit, atëherë Modiliani e Mileri tregojnë se vlera e ndërmarrjes që ka marrë borxh është e njëjtë me vlerën e ndërmarrjes që nuk ka borxhe, duke shtuar vlerën e aktualizuar të kursimeve prej tatimeve, të realizuar nga fakti se ka hyrë në borxh.

Teoremat e Modilianit e të Milerit janë kritikuar, konkretisht hipotezat shoqëruese të modelit të tyre. Megjithatë, ndihmesat e tyre kanë qenë vendimtare në evoluimin e teorisë financiare.

## 3. PASOJAT E KOSTOS SË FALIMENTIMIT MBI STRUKTURËN FINANCIARE

Ndonëse vlera e ndërmarrjes shtohet bashkë me hyrjen në borxh, kjo ndërkaq e shton rrezikun e falimentimit.

<sup>1</sup> Modigliani-Miller, Corporate Income Tax and the Cost of Capital: a Correction, *American Economic Review*, korrik 1958.

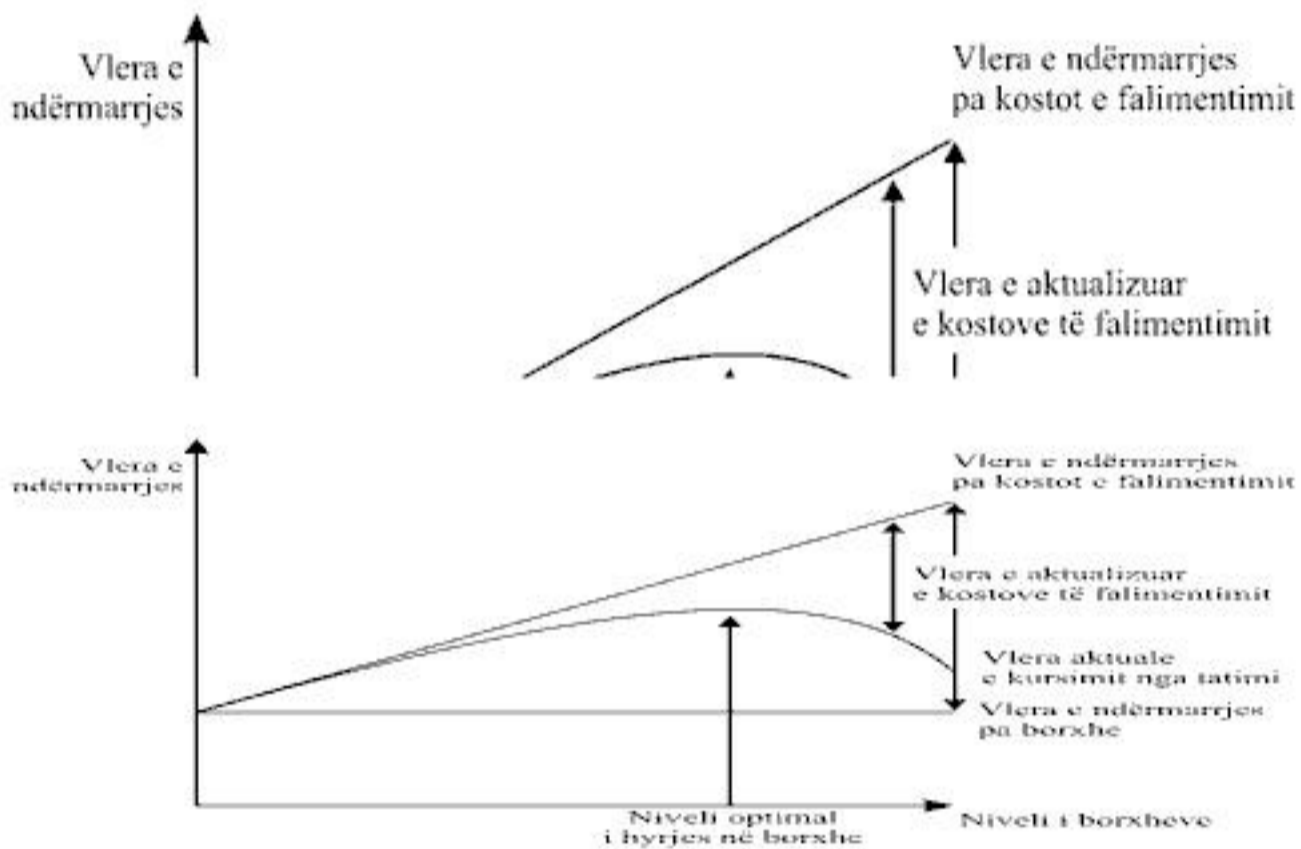


Falimentimi sjell kosto të veçanta: kostoja e riorganizmit, shpenzimet gjyqësore dhe shpenzimet administrative në rast se do të ketë vazhdim të shfrytëzimit, shpenzimet e likuidimit në rast se mbyllet përfundimisht veprimtaria, kosto të cilat investuesit e arsyeshëm nuk e lënë pa i integruar në vlerësimin e tyre për firmën.

Vlera e ndërmarrjes me borxhe, duke mbajtur parasysh rrezikun e falimentimit, atëherë bëhet e barabartë me vlerën e ndërmarrjes që nuk ka borxhe, plus vlerën aktuale të kursimit nga tatimi prej barrëve financiare, duke zbritur vlerën aktuale të koston së falimentimit.

Kështu deri në një farë niveli, kursimi nga tatimi është më i lartë sesa koston e një falimentimi dhe ndërmarrja ka leverdinë, se hyn në borxh. Përtej një kufiri të caktuar, koston e falimentimit e kapërcejnë kursimin dhe ndërmarrja nuk duhet më t'u drejtohet borxheve.

Si përmbledhje, struktura financiare optimale arrihet kur vlera e aktualizuar e kursimit të tatimit për shkak të një rritjeje të borxhit kompensohet nga një rritje më e madhe e vlerës së aktualizuar të koston së falimentimit.



#### 4. NDIHMESAT E TEORISË SË AGJENCËS DHE TË TEORISË SË SINJALIT PËR STRUKTURËN FINANCIARE

Teoria e agjencës dhe teoria e sinjalit, që janë përpunuar kohët e fundit, i mënjanojnë disa hipoteza irrealiste, të cilat i kishin modelet e paraqitura deri atëherë, dhe japin shpjegime të reja për problematikën e strukturës financiare optimale.

##### 4.1. TEORIA E AGJENCËS DHE STRUKTURA FINANCIARE

Marrëdhënie e agjencës quhet një kontratë, me të cilën një (ose më shumë) persona, "mandatuesit", angazhojnë një (ose disa) persona, "të mandatuarit", për të kryer në emrin e tij dhe për llogari të tij një veprimtari të caktuar, e cila nënkupton detyrimisht që të mandatuarit do t'i delegohet një farë autoriteti për të marrë vendime.

Teoria e agjencës analizon te ndërmarrjet menaxheriale pasojat e ndarjes së pronësisë dhe të drejtimit të shoqërisë. Ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve ka një raport agjenti ose mandati: aksionerët, pronarë të ndërmarrjes, janë agjentë ose mandatues, të cilët ia besojnë menaxhimin të manda-

tuarve, drejtuesve. Në mënyrë të përgjithshme, marrëdhëniet ndërmjet partne-rëve të ndërmarrjes cilësohen marrëdhënie agjence. Kështu, marrëdhënia ndërmjet aksionerëve dhe mbajtësve të obligacioneve është një relacion agjence.

Marrëdhëniet e agjencës në mundësi janë burime konfliktesh, kur shfaqen mosmarrëveshje interesash ndërmjet të mandatarëve dhe mandatuesve: ndërmjet aksionerëve e mbajtësve të obligacioneve, ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve. Marrëdhënia e agjencës lind kosto të veçanta, të quajtura “kosto të agjencës”, të cilat ndahen në 3 kategori: “kosto të kontrollit” të ushtruara nga mandatuesit për të mbikëqyrur veprimtarinë e të mandatarëve; “kostot e zhdoganimit” të mandatuesve për të përligjur përputhjen e veprimtarisë së tyre me interesat e mandatuesve; dhe së fundi, “kostot mbetëse” në atë shkallë, që nuk është e mundur të sigurohet një kontroll total i drejtuesve, dhe mbetet një rrezik mbetës për humbje.

*a) Konfliktet e interesave ndërmjet aksionerëve dhe mbajtësve të obligacioneve:*

Konfliktet e interesave ndërmjet aksionerëve dhe mbajtësve të obligacioneve shkaktohen kryesisht në rast të hyrjes së tepruar në borxh, e cila mund ta çojë ndërmarrjen drejt falimentimit. Në një situatë të këtij tipi, aksionerët e dinë që nëse vlera e aktiveve është më e ulët sesa madhësia e borxhit, vlera e ndërmarrjes u kalon mbajtësve të obligacioneve në rast falimentimi.

Ta marrim atëherë se na paraqitet një projekt, i cili nxjerr një V.A.N. pozitive. Si rregull, ky projekt duhet të zbatohet, sepse ai ndihmon për të shtuar vlerën e ndërmarrjes. Duke mbajtur parasysh gjendjen financiare të saj, financimi i projektit nuk mund të sigurohet veçse duke nxjerrë aksione të reja. Aksionerët e dinë që po të pranojnë ta financojnë projektin, do të jenë në fillim mbajtësit e obligacioneve të cilët do të fitojnë nga teprica. Si mund të përfytyrohet që të dyshohet, se aksionerët do të mbajnë një qëndrim altruist deri në atë pikë, sa të financojnë një projekt vetëm e vetëm për të përmirësuar të ardhurat e mbajtësve të obligacioneve!

Po ashtu fare mirë mund të përfytyrojmë rastin, kur aksionerët do ta pranoin realizimin e një projekti me rrezik të veçantë, të financuar me likuiditetet e fundit të ndërmarrjes. Bukuria e këtij operacioni është që në rast dështimi, vetëm mbajtësit e obligacioneve pësojnë tërësinë e gjithë humbjes (aksionerët tashmë i kanë humbur të gjitha, mbajtësit e obligacioneve kanë ende më pak për të ndarë); përkundrazi, në rast suksesi, teprica që do të mbetet pas rimbursimit të mbajtësve të obligacioneve do t'u kthehej aksionerëve.

Kështu, për shembull, vështirësitë e firmës Vivendi Universal kanë dhënë një ilustrim të konflikteve të interesave ndërmjet aksionerëve dhe bankierëve huadhënës. Nga njëra anë, bankat që kishin hyrë mjaft në borxh pasi e kishin mbështetur strategjinë e rritjes së jashtme të J-M Messier-it dhe disa përfaqësues të tij, të cilët kishin zënë vende në Këshillin e administrimit të Vivendit, kërkuan që të dilnin të paprekur nga loja, kurse nga ana tjetër, aksionerët kishin humbur pothuaj gjithçka dhe në të vërtetë nuk ishin as në gjendje të mbronin interesat e vet.

Për të mbrojtur mbajtësit e obligacioneve, kontratat e huadhënies përmbajnë klauzola të mbrojtjes, si: kufizimi i huazimeve shtojcë, kufizimi i dividendeve dhe i shitjeve të aktiveve, informacione periodike për mbajtësit e obligacioneve. Këto klauzola kanë koston e tyre. Jo vetëm kostot për specialistët, juristët, këshilltarët që hartojnë kontratat e huadhënies të ndërlikuara, por mbi të gjitha kosto të tërthorta: meqë klauzolat e mbrojtjes pengojnë ose kufizojnë mundësinë e huamarrjeve shtojcë, ndërmarrja mund të shtrëngohet të heqë dorë nga projekte investimi rentable. Po ashtu, detyrimi për t'u këshilluar me mbajtësit e obligacioneve për disa projekte mund ta vonojë realizimin e projektit ose të çojë te përhapja e informacioneve që bien në duar të konkurrentëve. Këto kosto quhen kosto të agjencës.



*b) Kostot e agjencës ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve:*

Kostoja e agjencës së fondeve të veta është analizuar nga JENSEN-i.<sup>1</sup> Në ndërmarrjet, të cilat kanë para të mjaftueshme në arkë, drejtuesit do të prireshin t'i vinin interesat e vet përpara atyre të aksionerëve. Logjika financiare kërkon që rrjedhat e parave të disponueshme, të cilat nuk gjejnë përdorime rentable në gjirin e ndërmarrjes, duhet t'u kthehen aksionerëve në formën e dividendeve. Në praktikë, nuk ndodh kurdoherë kështu. Drejtuesit nganjëherë parapëlqejnë të hidhen në politika diversifikimi, duke përfshirë edhe veprimtari që i trajtojnë keq, por të cilat do t'u ngjallnin atyre ndjenjën e pushtetit dhe të fuqisë, ose madje edhe të përfitonin leverdi me shpërdorim. JENSEN-i rekomandon që "t'u hiqet dhjami" ndërmarrjeve, të cilat kanë likuiditete të bollshme dhe aktive të padobishme.

Leverditë për drejtuesit, menaxhimi dorëlëshuar përbëjnë kostot e agjencës së fondeve të veta.

Marrja e borxheve ndihmon për t'i pakësuar burimet e konflikteve ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve, e gjithashtu për të pakësuar "kostot e agjencës së fondeve të veta". Hyrja në borxh i shtrëngon drejtuesit për një disiplinë menaxhimi më të rreptë. Në të vërtetë, meqë marrja e borxhit e shton rrezikun e falimentimit, drejtuesit duhet të tregohen edhe më të aftë në drejtim, që të shmangin një depozitim të bilancit, i cili atëherë do t'i linte pa punë; duke bërë kështu, ata duan ta maksimalizojnë vlerën e ndërmarrjes, diçka që është krejt në përputhje me interesin e aksionerëve.

R. BREALEY dhe S. MYERS në manualin e tyre të famshëm analizojnë një rast mjaft interesant të riorganizimit të shoqërisë nëpërmjet riinvestimit të fondeve të veta nëpërmjet borxheve. Scaled Air Corporation ka qenë një shoqëri rentabël, e cila përftonte mjaft para në arkë. Mirëpo rrjedhojë e kësaj gjendjeje ishte menaxhimi dorëlëshuar, i cili me kohë po bëhej kërcënim real për vijueshmërinë e ndërmarrjes. Riorganizimi u bë duke derdhur një dividend të posaçëm mjaft të rëndësishëm për aksionerët, një operacion që u financua me një huamarrje të madhe.

Hyrja në borxh, duke e dramatizuar gjendjen, ka efektin e një elektroshoku. Ndërmarrja riorganizohet në thellësi. Suksesi që i tillë, sa Scaled Air Corporation, e cila çdo vit realizonte një sukses pothuaj të ngjashëm me atë të Standard and Poor's, gjatë pesë vjetëve pas riorganizimit, arriti një rezultat 30% më të lartë sesa treguesi.

## 4.2. TEORIA E SINJALIT DHE STRUKTURA FINANCIARE

Teoria e sinjalit analizon pasojat e informacionit financiar të paplotë dhe asimetric ndërmjet partnerëve të ndryshëm të ndërmarrjes: aksionerëve, drejtuesve, kredituesve. Ka gjasa të lindin konflikte ndërmjet agjentëve mbajtës të informacionit dhe të tjerëve.

Drejtuesit, që janë të informuar më mirë lidhur me perspektivat e ardhshme të shoqërisë së tyre, do të përpiqen t'ua njoftojnë informacionet e tyre partnerëve më pak të informuar nëpërmjet një "sinjali".

Përgjegjësit e ndërmarrjeve të suksesshme do të lëshojnë "sinjale", në mënyrë që t'i marrin vesh investuesit dhe për t'u dalluar prej ndërmarrjeve më pak të mira. Me qëllim që t'u hiqet nga mendja përgjegjësve të firmave më pak të mira për të dhënë po ashtu të njëjtat informacione, që të orvaten të bëhen të njohura si ndërmarrje gjithashtu të suksesshme, duhet që sinjalet e firmave të mira të mos jenë të imitueshme nga ato më pak të mira, madje në rast imitimesh mashtruese, të jetë e mundur të penalizohen.

Hyrja në borxh përbën një sinjal. Drejtuesit e ndërmarrjes së suksesshme dhe rentable e shpallin besimin e tyre te e ardhmja dhe hyjnë në borxh.

<sup>1</sup> JENSEN M. dhe MECKLING W., "Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics. Tetor 1976.



Huamarrja quhet si një sinjal pozitiv nga investuesit, i cili duhet të shkaktojë një ngritje të kursit. Firmat më pak të suksesshme me perspektiva të pasigurta, nuk do ta ndërmarrin një rrezik të tillë, sepse kjo mund t'i çonte drejt falimentimit. Nëse ndërmarrja i drejton tregut një sinjal të rremë, ajo e ka më të madh rrezikun e falimentimit dhe drejtuesit e saj do të penalizohen drejtpërdrejt duke e humbur gjendjen e tyre.

Provat empirike të teorisë japin rezultate të hijezuara. Firmat e futura në borxh përgjithësisht nuk janë më rentablet, siç e parashikonte modeli, por janë më pak rentablet. Por në përputhje me modelin, vërehet gjithashtu se emetimi i obligacioneve interpretohet si sinjal pozitiv prej tregjeve financiare, të cilat sjellin një ngritje të kurseve.

Anasjelltas, tregu e percepton më shumë negativisht emetimin e aksioneve të reja, të cilat më shpesh sjellin një ulje të kursit.

Kështu, Rhodia i mbylli llogaritë me ulje prej 12,8 % më 7 prill 2004, ditën kur u shpall shtimi i kapitalit të saj prej 417 milionë eurosh, pastaj me 4,3% të nesërmen u penalizua prej efektit hollësues nga BPA.

Përmbajtja informuese e emetimeve të aksioneve megjithatë mund të ndryshojë sipas rrethanave. Investuesit nuk i perceptojnë kurdoherë negativisht emetimet e aksioneve të reja nga firmat që tashmë janë zhytur fort në borxhe, ose të ndërmarrjeve me teknologji shumë të lartë në fazë rritjeje.

## 5. TEORIA E "PECKING ORDER"

Teoria e "Pecking Order", e formuluar prej S. MYERS-it, na thotë se ndërmarrjet kanë një rend parapëlqimi ndërmjet mjeteve të ndryshme të financimit që disponojnë për të siguruar financimin e vet.<sup>1</sup>

Pika e parë: firmat parapëlqejnë me përparësi financimin e brendshëm nëpërmjet vetëfinancimit kundrejt financimit të jashtëm. Vetëm pasi të jenë shteruar burimet e financimit të brendshme, ato orientohen nga financimet e jashtme.

Pika e dytë: parapëlqimi i ndërmarrjeve në fushën e financimit të jashtëm kapërcen përtej borxheve; zbatimi i emetimit të aksioneve të reja bëhet vetëm në rastin e fundit të skajshëm, kur ndërmarrja nuk ka më mundësi të marrë hua. Teoria e "Pecking Order" i hierarkizon financimet si vijon: financimi i brendshëm nëpërmjet vetëfinancimit, borxhet dhe vetëm pastaj emetimi i aksioneve të reja.

Financimi i brendshëm konkretisht ka përparësinë se jep një elasticitet më të madh, si dhe shmang përhapjen e informacioneve të nënshkruesit potencialë dhe shpenzimet e emetimit.

<sup>1</sup> S.C. Myers, The capital structure puzzle, Journal of Finance, 39. Korrik 1984.



## SEKSIONI III: POLITIKA E DIVIDENDEVE

Problematika e dividendeve është e ndërlikuar. Pyetja themelore është e dyfishtë:

- A ushtron politika e dividendeve një ndikim mbi vlerën e ndërmarrjes?
- Në rast përgjigjeje pozitive, cili është atëherë dividendi optimal, domethënë ai që e maksimalizon vlerën e ndërmarrjes?

Kjo pyetje ka ngjallur një kundërshtim, i cili përbën përgjigjen e saktë për çka ka lidhje me strukturën financiare të ndërmarrjes. Deri më sot, teoria ende nuk ka sjellë një përgjigje të kënaqshme për këtë problematikë. Siç do ta shohim, në një treg të përkryer, politika e dividendeve nuk ka ndikim mbi vlerën e firmës. Në tregjet reale, dividendi ushtron një ndikim mbi vlerën e firmës, por duhet të jemi në gjendje të përcaktojmë nivelin optimal.

Shpërndarja e dividendeve ia heq ndërmarrjes një pjesë të financimit të saj të brendshëm. Kur vendoset madhësia e dividendit që do të shpërndahet, kjo njëkohësisht do të thotë se fiksohet madhësia e vetëfinancimit, në atë shkallë që dividendi është diferenca ndërmjet aftësisë së vetëfinancimit dhe dividendeve. Dividendi kështu përbën edhe një pjesë të shpërblimit të aksionerëve. Kundërvënja ndërmjet interesave të ndërmarrjes dhe atyre të aksionerëve megjithatë nuk zgjidhet njësoj, sepse fitimi i pashpërndarë do të kontribuojë për zhvillimin e ndërmarrjes dhe përfundimisht aksionerët, në parim, duhet ta rigjejnë në formën e mbivlerës në kapital, të cilën ata nuk do ta kenë marrë në formën e dividendeve.

Zhvillimet kryesore teorike do të ndiqen nga paraqitja e vënies në zbatim të politikës së dividendeve nga ana e ndërmarrjeve.

### I. TEORITË LIDHUR ME POLITIKËN E DIVIDENDEVE

Në fushën e politikës së dividendeve, teoritë përmbliohen në dy grupe: nga njëra anë, ato si e Modilianit dhe Milerit, që pohojnë se është asnjëse mbi vlerën e ndërmarrjes, dhe nga ana tjetër ato, që mendojnë të kundërtën.

#### I.1. TEZA PËR ASNJANËSINË E POLITIKËS SË DIVIDENDEVE

Teza e Modilianit dhe Milerit e gjen vendin në fillin e drejtë të ndihmesës së tyre në teorinë e strukturës financiare. Në një artikull të famshëm të vitit 1961<sup>1</sup>, Modiliani dhe Mileri kanë treguar që, nëse përmbliohen disa kushte, nuk ka dividend optimal. Politika e dividendit është asnjëse kundrejt vlerës së firmës.

Demonstrimi i Modilianit e Milerit vendoset në një “treg të pastër e të përkryer”, i cili ka këto tipare:

<sup>1</sup> Miller M.M. et Modigliani F. “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”. Journal of Business, tetor 1961.



- mungesë e kostos së transaksionit dhe e shpenzimeve të emetimit,
- mungesë e asimetrisë së informacionit,
- asnjësi fiskale, domethënë që nuk ka shtrembërim fiskal ndërmjet tatimit të mbivlerave dhe dividendeve.

Në këto kushte, politika e dividendeve nuk e ndryshon vlerën e ndërmarrjes dhe as pasurinë e aksionerit. Atë që nuk e merr si dividende, ai do ta marrë në formën e fitimit në kapital.

Që atëherë firmat janë tërësisht të lira në fushën e shpërndarjes së dividendeve, të cilat i përcaktojnë në funksion të nevojave të veta për financime të brendshme.

Përfundimi i Modilianit e Milerit megjithatë është hedhur poshtë nga praktika e shoqërive të kuotuar, të cilat përpiqen të mbajnë një farë niveli të dividendeve.

## 1.2. ARGUMENTET NË TË MIRË TË MOSASNJANËSISË SË POLITIKËS SË DIVIDENDËVE

Fakti që teorema e Modilianit dhe Milerit sot është pranuar njëzëri prej studiuesve nuk na pengon, që të vëmë re se realiteti ekonomik ndryshon mjaft prej universit “të pastër e të përkryer”, në të cilin këta dy autorë e vendosin demonstrimin e vet.

Kontributi i tyre ka interes, sepse i vë mirë në dukje kushtet e asnjësisë së dividendit. Ngaqë nuk ndodh kështu për arsye të “papërsosurisë” kundrejt modelit teorik, përfundimi që del është se politika e dividendeve nuk është asnjëse kundrejt vlerës së ndërmarrjes. Prandaj u mbetet ndërmarrjeve që ta përshtasin politikën e tyre të dividendit në mënyrë që ta maksimizojnë vlerën e vet.

Vështirësia më madhe është të merren njëkohësisht parasysh të gjitha anët e papërkryera. Në të vërtetë disa të meta mund të çojnë te mbrojtja e një politike shpërndarjeje bujare, ndërsa disa të tjerë priren të rekomandojnë politika kufizuese.

### a) Përmbajtja informuese e dividendit

Pasiguria rreth së ardhmes i shtyn aksionerët që të parapëlqejnë shpërndarjen e dividendeve për mbivlera në kapitale të ardhme e detyrimisht të rastësishme. Duke shpërndarë dividende, ndërmarrja u jep siguri aksionerëve jo vetëm për aftësinë e saj të tanishme fitimprurëse, por edhe besimin e drejtuesve të saj për të ardhmen, si dhe për perspektivat e fitimit në kapital.

### b) Pasoja e fiskalitetit

Teza e Modilianit e Milerit vendoset në një botë pa fiskalitet, ose të paktën, asnjëse kundrejt mënyrës së realizimit të të ardhurave. Kjo hipotezë nuk përputhet me realitetin. Norma e tatimit të dividendeve përgjithësisht është më penalizuese, sesa për mbivlerat. Investuesit detyrimisht i përfshijnë arsyetimet fiskale në zgjedhjen që do të bëjnë. Gjendjet e tyre fiskale nuk janë të njëllota, prandaj do të pranojmë se disa do të parapëlqejnë më mirë dividendet, kurse disa të tjerë më mirë mbivlerat në kapital.

### c) Efekti i klientelës

Për arsye fiskale, po gjithashtu edhe personale, investuesit jo doemos kanë të njëjtin qëndrim përballë investimeve financiare. Disa parapëlqejnë titujt, që u sigurojnë të ardhura të rregullta, ndërsa disa të tjerë do të jenë më të prirur për fitimet në kapital. Të parët do të orientohen më tepër ndaj shoqërive në fazë pjekurie, që shpërndajnë dividend të rregullt, kurse të tjerët do të kërkojnë më shumë shoqëritë në rritje, të cilat për të siguruar financimin e zhvillimit të vet, shpërndajnë pak, por i mbulojnë fitimet në kapital.

Atëherë ndërmarrja duhet që këtë “efekt klientele” ta integrojë në politikën e vet të dividendeve.

#### *d) Prurjet e teorisë së sinjaleve dhe të teorisë së agjencës*

Këto teori kanë sjellë elementë shpjegues tepër interesantë për qëndrimin e shoqërive lidhur me shpërndarjen e dividendeve.

Përmbajtja informative e shpërndarjes së dividendeve tashmë është përmendur më lart. Më shumë sesa madhësia në vlerë absolute, këto janë variacione të madhësisë së dividendit: shtim, pakësim, madje edhe heqje krejt, të cilat përbëjnë “sinjale” të dhëna nga drejtuesit për qëllimin e investuesëve.

Drejtuesit nuk duan që ta pakësojnë dividendin për çdo aksion. Rrjedhimisht, do ta shtojnë vetëm nëse e vlerësojnë se është në shkallën që ta mbajnë për kohë të zgjatur në këtë nivel, domethënë nëse e vështrojnë se përmirësimi i rentabilitetit është i qëndrueshëm në kohë.

Të shtosh dividendin kur rentabiliteti nuk e ndjek, do të thotë të emetosh një “sinjal” të rremë. Atëherë ka rrezik që të hipotekohet e ardhmja e ndërmarrjes, duke iu drejtuar me të tepër hyrjes në borxhe, ose duke hequr dorë prej investimeve të nevojshme. Nëse rreziku do të konkretizohet, drejtuesit do ta humbisnin postin e tyre. Ky është sanksioni për emetimin e “sinjaleve” të rreme.

Meqë fiskaliteti është më shumë penalizues për dividendet sesa për mbivlerat, shpërndarja e dividendeve duket se është në kundërtënie me interesin fiskal të aksionerëve, meqë pranohet se këto u përkasin shpesh transheve të tatueshme më lart. Teoria e agjencës na jep disa elementë si përgjigje. Shoqëritë që nuk zbatojnë politikë dividendesh të ngritura, në parim duhet t’u drejtohen më shumë sesa të tjerat shtimeve të kapitalit. Marketimi financiar të cilit atëherë duhet t’i drejtohen drejtuesit, informacionet që duhet të japin për bashkësinë financiare, përbëjnë në të vërtetë një veprimtari zhdoganimi kundrejt aksionerëve të vet, që gjithashtu i pakëson kostot e agjencës. Shpërndarja e dividendeve atëherë do të dalë si një mjet për të zvogëluar koston e konfliktit të interesave ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve.

Këto ndihmesa të ndryshme, ndonëse japin elementë shpjegues për qëndrimet ndaj shpërndarjes së dividendëve, përsëri nuk na japin një përgjigje teorike homogjene dhe vërtet të kënaqshme. Na del se ndërhyjnë këtu një numër parametrash: fiskaliteti, informacioni, efekti i klientelës, konflikti drejtues/aksionerë, qëndrimi i investuesëve...

## 2. VËNIA NË VEPRIM E POLITIKËS SË DIVIDENDEVE

Të shqyrtojmë tashti shkurt politikat kryesore të dividendeve të ndërmarrjeve dhe modalitetet e tyre praktike.

### 2.1. POLITIKAT KRYESORE TË DIVIDENDEVE

Nga praktika dalin këto qëndrime kryesore:

#### *a) Politikat mbetëse*

Dividendi është një ndryshore mbetëse. Ndërmarrja vendos që në fillim për projektet e veta të investimit, pastaj vlerëson mundësitë e financimit, duke përfshirë edhe rrugën për të marrë borxh. Dividendi që do të shpërndahet, do të jetë i barabartë me diferencën ndërmjet mundësive të financimit dhe projekteve të investimit.

Politika të tilla vërehen kryesisht te shoqëritë, në të cilat aksionerët janë gjithashtu dhe drejtues.



**b) Politikat e normës së dividendeve konstante**

Drejtuesit përpiqen që ta mbajnë konstant përpjesëtimin dividendeve/rezultat. Dividendi evoluon në këtë rast paralelisht me fitimin. Kjo metodë nuk është shumë e përhapur.

**c) Politikat e qëndrueshmërisë së dividendit**

Ndërmarrjet, përkundrazi, praktikojnë politika shpërndarjeje të dividendeve të qëndrueshme. Duke mbajtur parasysh përmbajtjen informuese të dividendit, drejtuesit ngurrojnë që ta ndryshojnë, me përjashtim të rastit kur kjo i përgjigjet një evoluimi të qëndrueshëm në kohë të rentabilitetit.

**d) Politikat e shpërndarjes afatgjatë**

Analizat empirike kanë treguar se norma e shpërndarjes së dividendeve ndryshon sipas vendeve. Kështu në Shtetet e Bashkuara, në Kanada e Britani të Madhe norma e shpërndarjes është e lartë për të arritur deri te 50 dhe 60 %. Në Francë, Gjermani, Itali ose Japoni norma është më e dobët, duke ardhur rreth 40 %. Shpjegimi që është dhënë përgjithësisht është te struktura e pronësisë së kapitalit: ndërmarrjet e grupit të parë janë shoqëri me kapital mjaft të përndarë. Struktura e kapitalit, rrjedhimisht, është një faktor me rëndësi për të shpjeguar politikën e shpërndarjes në afat të gjatë.

Ndërmarrjet e CAC kanë shpërndarë në vitin 2002 deri 40 % të fitimit të tyre për aksionerët (14,5 miliardë euro). Në vitin 2003 shpërndarja vlerësohet se ka qenë 46,5 %. Ndërmarrjet e CAC kërkojnë kështu t'i bëjnë aksionerët e vet të besojnë dhe të tërheqin aksionerë të huaj, duke u ofruar atyre rendimente të krahasueshme me tregjet e tjera. Kjo politikë e shpërndarjes së fortë i përmirëson rendimentet (përpjesëtimin e dividendeve kundrejt kursit mesatar të aksionit) të titujve të CAC në një moment, kur investuesit orientohen nga investime më të sigurt sesa aksionet.

Disa autorë gjithashtu kanë vënë në dukje diferencën e politikës së shpërndarjes ndërmjet degëve të ndryshme të veprimtarive. Na del se industritë që kanë arritur pjekurinë, duke pasur një normë rritjeje të dobët, kanë një politikë shpërndarjeje më bujare, sesa ndërmarrjet në rritje e sipër, të cilat kanë një varg projektsh për investime.

**2.2. MODALITETET PRAKTIKE PËR SHPËRNDARJEN E DIVIDENDIT**

Dividendi përbëhet më shpesh prej dy pjesësh:

- **një dividend statutor**, ose dividend i parë, që më shpesh është baras me 5 % të madhësisë së liru prej kapitalit të shoqërisë.

- **një superdividend**, që u derdhet gjithë aksionerëve, kur vjen rasti, më poshtë sesa dividendi i parë.

Rëndësia praktike e këtij dallimi mbetet mjaft e kufizuar.

Dividendet votohen në Asamblenë e Përgjithshme të aksionerëve, ato duhet të vihen për t'u paguar më e vona me një vonesë prej 9 muajsh pas mbylljes së ushtrimit. Në Francë shpërndarjet zakonisht bëhen në qershor-korrik.

Dividendet mund të derdhen me para në dorë ose me aksione. Ky rasti i fundit është i mundshëm vetëm nëse është parashikuar në statut, dhe nëse kapitali është tërësisht i lirë.



## PJESA 3

### VENDIMET STRATEGJIKE TË RITJES: INVESTIMET DHE SHKRIRJET-BLERJET

Vendimet për investim përbëjnë vendime financiare dhe strategjike të mirëfillta. Rrallë janë të kthyeshme, të paktën në kushte financiare të kënaqshme, duke mobilizuar përgjithësisht burime të rëndësishme, prandaj këto vendime janë në rrënjë të zhvillimit të ndërmarrjes.

Globalizimi i shtrëngon ndërmarrjet të jenë vijimisht më konkurruese, me rezultate më të mira. Rritja është mjeti për ta arritur masën kritike, një burim i leverdive të shumta: kursim në përmasë të madhe, rritje e aftësisë për të bërë trysni mbi furnizuesit, shlyerje e kostove fikse dhe e K & ZH për seritë më të rëndësishme, mundësia për të hyrë në tregun e kapitaleve, vlerësim më i mirë i kursit në bursë, aftësi për të ndikuar mbi tregun...

Ndërmarrjet e kryejnë rritjen e tyre nëpërmjet rritjes së brendshme ose rritjes së jashtme. Rritja e brendshme realizohet nëpërmjet akumulimit të drejtpërdrejtë të aktiveve të prodhimit ose të komercializimit. Ajo ka leverdinë se është më e rregullt, dhe si rrjedhim, trajtohet më me lehtësi nga firma. Anasjelltas, ka të metën se ka vonesa më të gjata ndërmjet vendimit për të investuar dhe konkretizimit të efekteve të tij. Rritja e jashtme arrihet duke marrë nën kontroll ndërmarrje të tjera. Modalitetet e rritjes së jashtme janë të shumta: hyrja në pjesëmarrje, transfertat e aktiveve, marrëveshje bashkëpunimi... Lëvizja e shkrirjeve-bletjeve (ose për të përdorur terminologjinë anglosaksone tepër në modë për këtë fushë "Mergers and Acquisitions" ose shkurt "M & A") ka pasur një rritje shumë të fortë në fund të viteve 90. Megjithatë më 2001 lëvizja është ngadalësuar fort dhe ka arritur në 1958 miliardë €, domethënë me një rënie prej 50 %.

Parimet financiare në themel janë po ato, që mbahen parasysh për një projekt investimi ose për një bletje: vetëm projektet që sjellin kontribut pozitiv mbahen. Megjithatë bletja e një ndërmarrjeje është një transaksion sigurisht shumë më i ndërlikuar, sesa bletja e një makinerie të re: jo vetëm është më i vështirë vlerësimi, por edhe i bashkangjiten aspekte fiskale, juridike e njerëzore të rëndësishme.

Megjithatë që nga viti 2001 kjo lëvizje është ngadalësuar mjaft dhe ka arritur poshtë 2000 miliardë €, domethënë me një rënie prej 50 %. Lëvizja ka vijuar të luhet edhe në vitin 2003, bashkimet në Europë kanë qenë më pak sesa më 2002.

Plani i pjesës 3 është si më poshtë:

Kreu 9	: Vlera e kohës dhe aktualizimi.
Kreu 10	: Rritja e brendshme: investimi.
Kreu 11	: Rritja e jashtme: shkrirjet dhe bletjet.



## KREU 9

### VLERA E KOHËS DHE AKTUALIZIMI

Ky kapitull i kushtohet aktualizimit, mënyrës së arsyetimit me rol rrënjësor në financë dhe teknikë themelore për vendimet financiare.

Në financë të ardhurat dhe shpenzimet përmdahen përgjatë kohës. Teoria financiare e vlerëson çfarëdo aktivi mbi bazën e aktualizimit të kronikës së flukseve financiare. Meqë 1 € sot nuk ka të njëjtën vlerë me 1 € pas 5 vjetësh, duhet doemos të gjendet një mjet teknik, që të bëjë të mundshëm krahasimin e 1 € sot me 1 € të ardhme.

Ta përfytyrojmë se sot është dita juaj me fat. Prej një loje llotarish keni fituar 1 milion € (ky është vetëm një trillim i pastër, sepse në një rast të tillë mund të vihet me bast, që në këtë moment ju nuk do të lexonit këtë libër. Ka shumë më tepër të ngjarë, që ju do të ishit duke shfletuar një katalog, ku ju propozohen udhëtimet më të bukura me anije ose pushime të tjera tërheqëse!). Në kulmin e gëzimit do t'ju gëlonin në kokë projektet, deri në atë pikë sa të harronit që të lexonit rreshtat e shkruar me shkronja të vogla poshtë biletes fituese. Këto janë megjithatë shumë të rëndësishme, sepse do t'ju përkujtojnë se çmimin e fituar do ta merrnit pas 10 vjetësh!

A fitoni po të njëjtën shumë kurdo qoftë? Po, pa asnjë dyshim. Megjithatë do të zhgënjeheni: të jesh i pasur sot nuk është e njëjta gjë si të jesh pas dhjetë vjetësh! Të kesh në dorë 1 milion € sot do të thotë të kesh pushtetin t'i harxhosh menjëherë ose t'i investosh, apo të gjesh rrugën e ndërthurjes së të dyjave.

Të marrësh 1 milion € pas dhjetë vjetësh do të thotë të presësh... 10 vjet përpara se të mund të përfitosh prej tyre. Megjithatë ka një alternativë. Kjo është të marrësh qysh tani te banka juaj një shumë të përcaktuar, të barasvlershme me 1 milion € pas 10 vjetësh. Atëherë do të kishit në dorë një pjesë të fitimit tuaj menjëherë që tani: borxhi i kontratuar te banka, të cilit i shtohen interesat, do të ishte i barabartë pas 10 vjetësh me 1 milion €, që ju i rimbursoni kur merrni çmimin tuaj.

Nuk ka nevojë të thyesh kokën me njehsime financiare të ndërlikuara për të kuptuar, se banka nuk do t'ju japë hua 1 milion €, por sipas normës së interesave në fuqi, një shumë që përfshihet ndërmjet 0,5 dhe 0,6 milion €; kjo është një provë tjetër, ndonëse nuk ka nevojë për tjetër, se 1 milion € sot dhe 1 milion € nesër nuk janë të njëvlershme.

Seksioni I	: Parimet bazë.
Seksioni II	: Aktualizimi dhe kapitalizimi.
Seksioni III	: Norma e barasvlershme dhe norma përpjesëtimore.
Seksioni IV	: Këstet vjetore.





## SEKSIONI I: PARIMET BAZË

Aktualizimi është procedura matematike, që përbëhet nga shndërrimi i një fluksi financiar të ardhshëm në një fluks aktual, domethënë ta aktualizosh. Kjo teknikë mundëson që të krahasohen flukset financiare, të cilat ndërhyjnë në momente të ndryshme të kohës. Kështu, duke iu kthyer shembullit tonë, me një normë aktualizimi 6 %, nuk ka ndonjë ndryshim nëse merr 558 400 € sot apo 1 milion € pas 10 vjetësh. Kjo ilustron faktin, që paraja, ose për ta thënë me gjuhën e financierit, kapitalet duhet të shpërblehen. Për të pasur që tani 558 400 € unë zotohem t'i rimburoj bankës 1 milion € pas 10 vjetësh. Që të kem 558 400 € në duar qysh sot, kundrejt një premtimi rimbursimi të ardhshëm, duhet që njëkohësisht të tjerë agjentë ekonomikë, mbajtës të kapitaleve, të zgjedhin që të japin hua në vend që të shpenzojnë, me fjalë të tjera ata të heqin dorë nga konsumimi i sotshëm kundrejt një konsumimi në të ardhmen. Logjikisht, që ata ta bëjnë këtë zgjedhje, duhet që mundësia për konsumim në të ardhmen të jetë më e madhe sesa konsumimi në të tashmen.

Kështu tregu i kapitaleve u mundëson agjentëve ekonomikë, të cilët dëshirojnë të konsumojnë menjëherë, që të marrin hua te agjentët mbajtës të likuiditeteve, të cilët nëpërmjet shpërblimit heqin dorë prej konsumimit të menjëhershëm në fitim të një konsumimi të ardhshëm. Tregu i kapitaleve është tregu në të cilin këmbehen "eurot e sotme kundrejt eurove të së nesërme".

Të marrim një individ, i cili ka perspektivat e mëposhtme për të ardhurat:

- likuiditete të disponueshme menjëherë                      45 000 €
- likuiditete që do t'i marrë pas 1 viti                              50 000 €

Individi ynë mund të zgjedhë që të konsumojë këtë vit 45000€ dhe 50000€ vitin e ardhshëm. Kjo na jep përkatësisht pikat  $C_1$  dhe  $C_0$  të skemës së mëposhtme:

Nëse individi ynë është kursimtar, ai mund të zgjedhë që të mos shpenzojë asgjë këtë vit dhe t'i investojë 45 000 € me një normë 6 %. Vitin e ardhshëm atëherë ai do të mund të konsumonte:

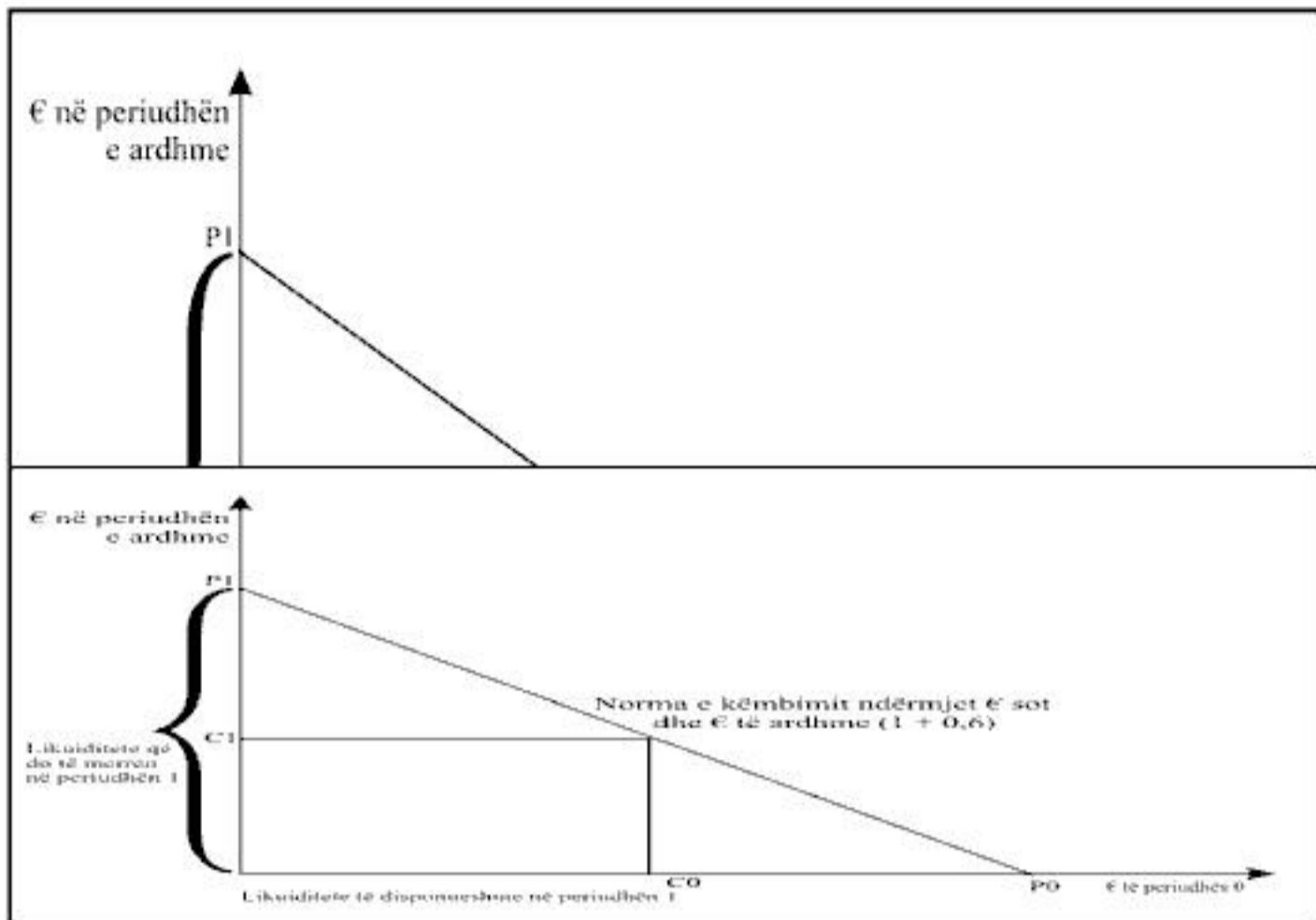
$$45\,000 \times 1,06 + 50\,000 = 97\,700 \text{ €}$$

të cilën ne do ta përfaqësojmë nga pika  $P_1$  në skemë.

Së fundi, nëse individi ynë është dorëlëshuar, atëherë mund të vendosë që gjithçka ta konsumojë këtë vit. Kundrejt 50 000 € pas një viti, ai do të marrë sot:  $50\,000 / 1,06 = 47\,170 \text{ €}$ . Prandaj këtë vit ai mund të konsumojë:

$$45\,000 + 47\,170 = 92\,170 \text{ €}$$

gjë të cilën ne do ta paraqesim me pikën  $P_0$  të skemës.

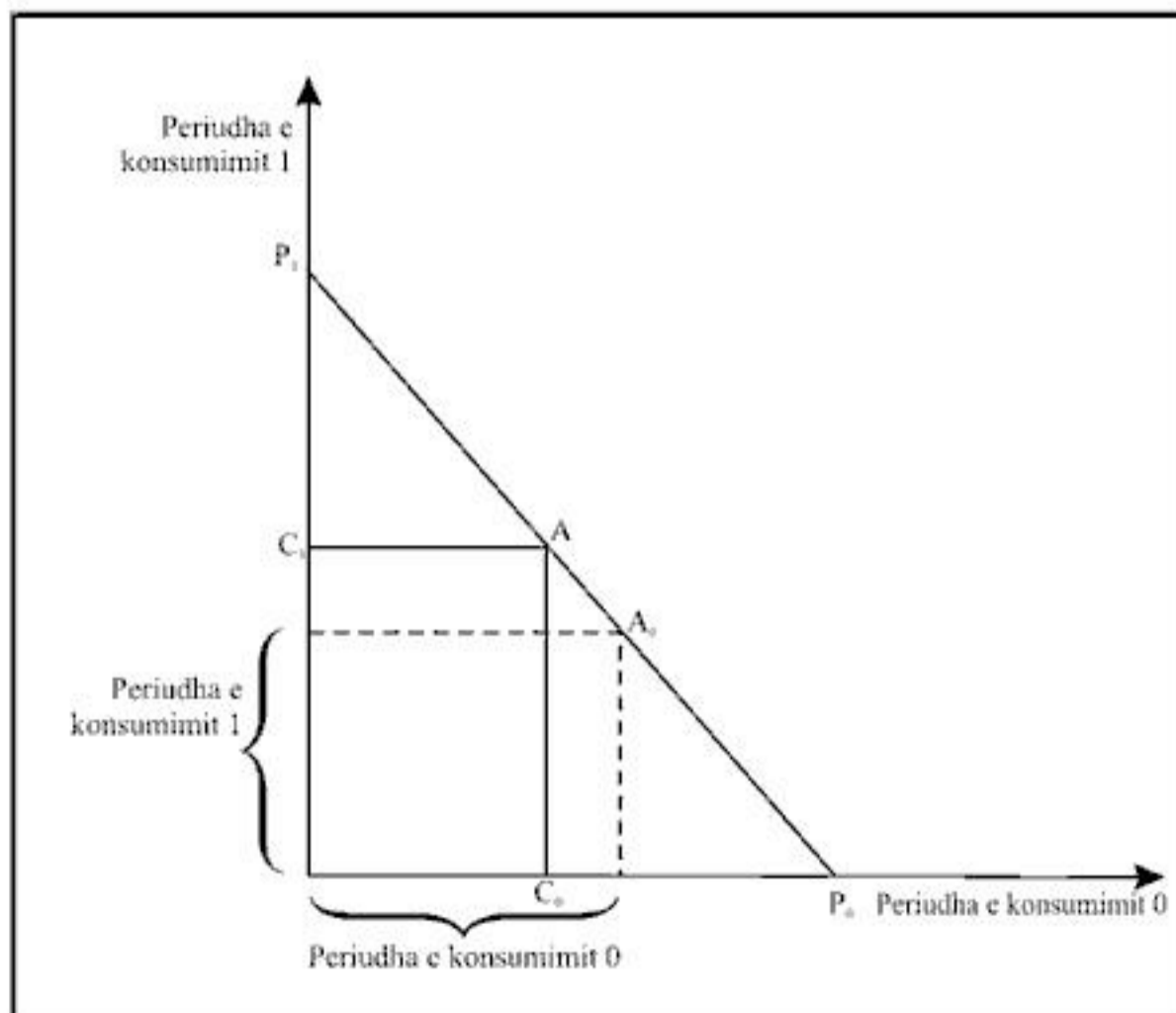


Drejtëza  $P_1 P_0$  paraqet normën e këmbimit ndërmjet eurove të sotme dhe eurove pas 1 viti.

Në të vërtetë, mundësitë e zgjedhjes që i ofrohen individit tonë janë edhe më të shumta. Ai mund të marrë si opsion që të konsumojë më shumë se 45000 € këtë vit, megjithatë pa i konsumuar 97 700 €. Ai mund të zgjedhë cilëndo pikë që ndodhet ndërmjet A dhe  $P_0$  (skema tjetër), për shembull,  $A_0$ .

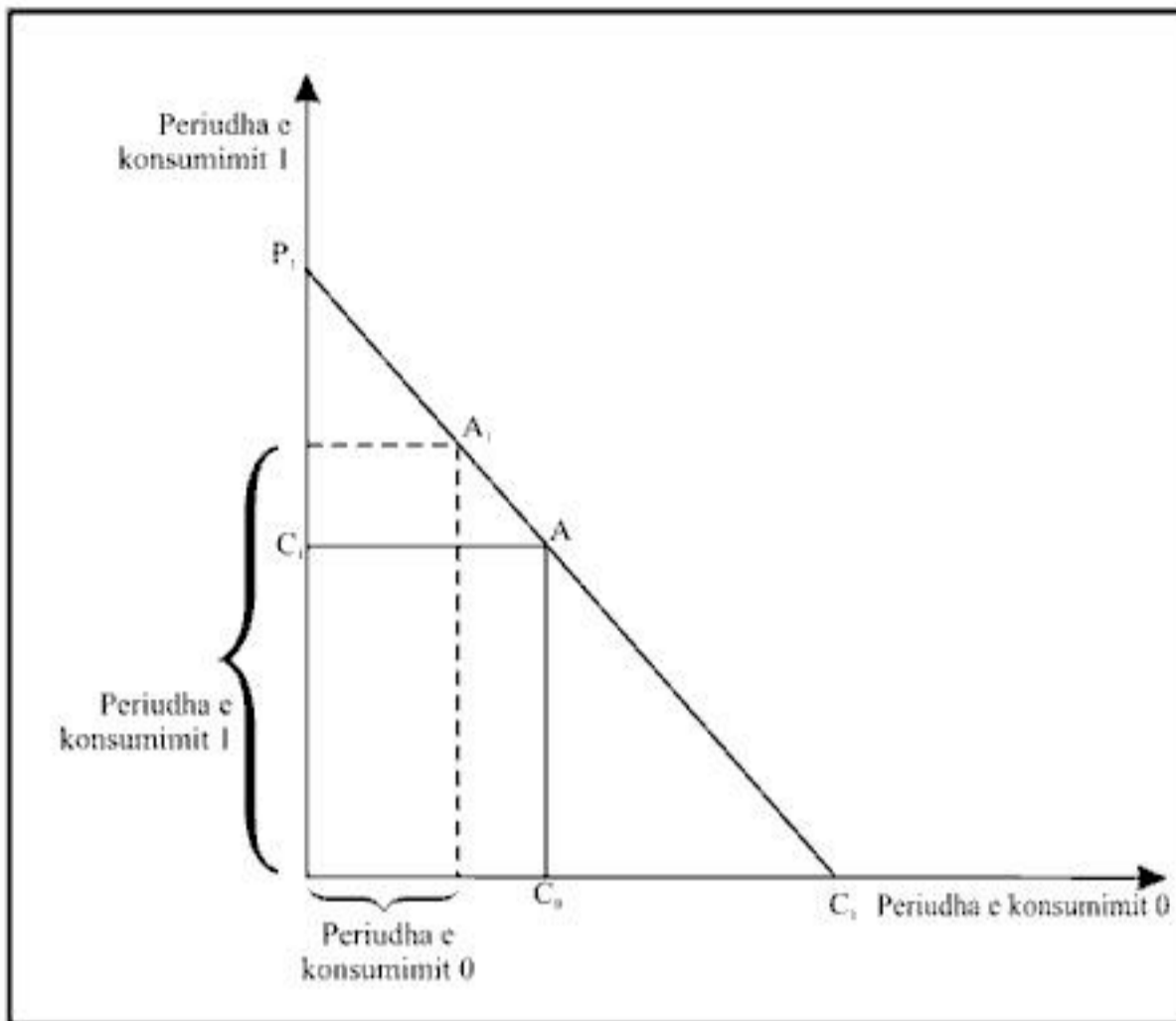
Po ashtu, nëse synon të konsumojë më pak sesa 45 000 €, ai nuk është i detyruar t'i investojë që të gjitha. Ai mund të zgjedhë cilëndo nga pikat ndërmjet  $P_1$  dhe A, për shembull  $A_1$ .

Ky arsyetim mund të përgjithësohet, duke i dhënë individit mundësinë që të investojë jo vetëm në tregun e kapitaleve, por edhe të investojë në tregje të tjera (aktive, pasuri të paluajtshme...), me norma rentabiliteti të ndryshme.<sup>1</sup>



<sup>1</sup> R. BREALEY dhe S. MYERS. *Principle of Corporate Finance*; Kreu 2. P. VERNIMMEN, *Finance d'entreprise*, Kreu 22.







## SEKSIONI II: AKTUALIZIMI DHE KAPITALIZIMI

Kapitalizimi është e kundërta e aktualizimit. Ai i përgjigjet këtij tipi pyetje: sa do të kemi pas 5 vjetësh, nëse investojmë sot një shumë prej 10000€ me normë 7%? Kapitalizimi na mundëson të njehsojmë një vlerë të ardhshme.

Aktualizimi i përgjigjet pyejes së përkundërt: me qëllim që të kem një shumë prej 75 000 € brenda 10 vjetësh, për shkak se do të dal në pension, sa duhet të investoj sot, duke e ditur që norma e interesit është 7%? Aktualizimi na lejon të njehsojmë një vlerë të sotme ose një vlerë aktuale. Ashtu siç e kemi treguar tashmë, aktualizimi mundëson të krahasohen flukset e ardhura në momente të ndryshme të kohës.



### 1. KAPITALIZIMI

Ta rimarrim shembullin tonë. Sa do të kemi pas 5 vjetësh, nëse investojmë sot një shumë prej 10 000 € me normën 7%? Për t'u përgjigjur, duhet të bëjmë njehsimin e mëposhtëm:

- Viti 1: me mbylljen e vitit të parë, 10 000 € do të na sjellin:

$$10\,000\ \text{€} \times 7\% = 700\ \text{€}$$

Shuma që do të kemi në fund të vitit të parë atëherë është:

$$10\,000 \times 1,07\% = 10\,700\ \text{€}$$

- Viti 2: me mbylljen e vitit të dytë, 10 000 € do të na sjellin përsëri 700€ interesa. Por duhet gjithashtu të shtojmë, se kemi edhe interesat mbi interesat e grumbulluar në periudhën 1.

$$\text{Viti 1: } 10\,000 \times 1,07 = 10\,700\ \text{€}$$

$$\text{Viti 2: } 10\,700 \times 1,07 = 11\,449\ \text{€}$$

Ky është mekanizmi i interesave të përbërë: interesat i shtohen kapitalit dhe sjellin për veten e tyre interesa.

Në rastin e kundërt, do të ishte fjala për interesa të thjeshtë. Duke e zbatuar te shembulli ynë, do të merrnim 11 400 € në fund të vitit 2.

**Vlera e ardhshme e 10 000 € me 7 % për 5 vjet**



	Kapitali fillim i periudhës	Interesat e periudhës	Interesat e akumuluar	Kapitali fundi i periudhës
Viti 1	10000	700	700	10700
Viti 2	10700	749	1449	11449
Viti 3	11449	801	2250	12250
Viti 4	12250	858	3108	13108
Viti 5	13108	918	4026	14026

Pra, përgjigjja për pyetjen e shtruar është: vlera e ardhshme e një shume prej 10 000 € të investuara për 7 % gjatë 5 vjetëve është prej 14 026 €.

Po ta përgjithësojmë, formula e interesave të përbërë është si më poshtë, duke qenë:

$S_0$  = shuma fillestare

$i$  = norma e interesit

$n$  = numri i viteve

Në fund të vitit të parë vlera e ardhshme është:

$$S_1 = S_0 + S_0 i = S_0 (1 + i)$$

Në fund të vitit të dytë vlera e ardhshme është:

$$S_2 = S_0 + (1 + i) S_0 i = S_0 (1 + i)^2$$

Po ta përgjithësojmë formulën, atëherë do të kemi:

$$S_n = S (1 + i)^n$$

Vëmë re se sa më e lartë të jetë norma e interesit, aq më e lartë është vlera e ardhshme.

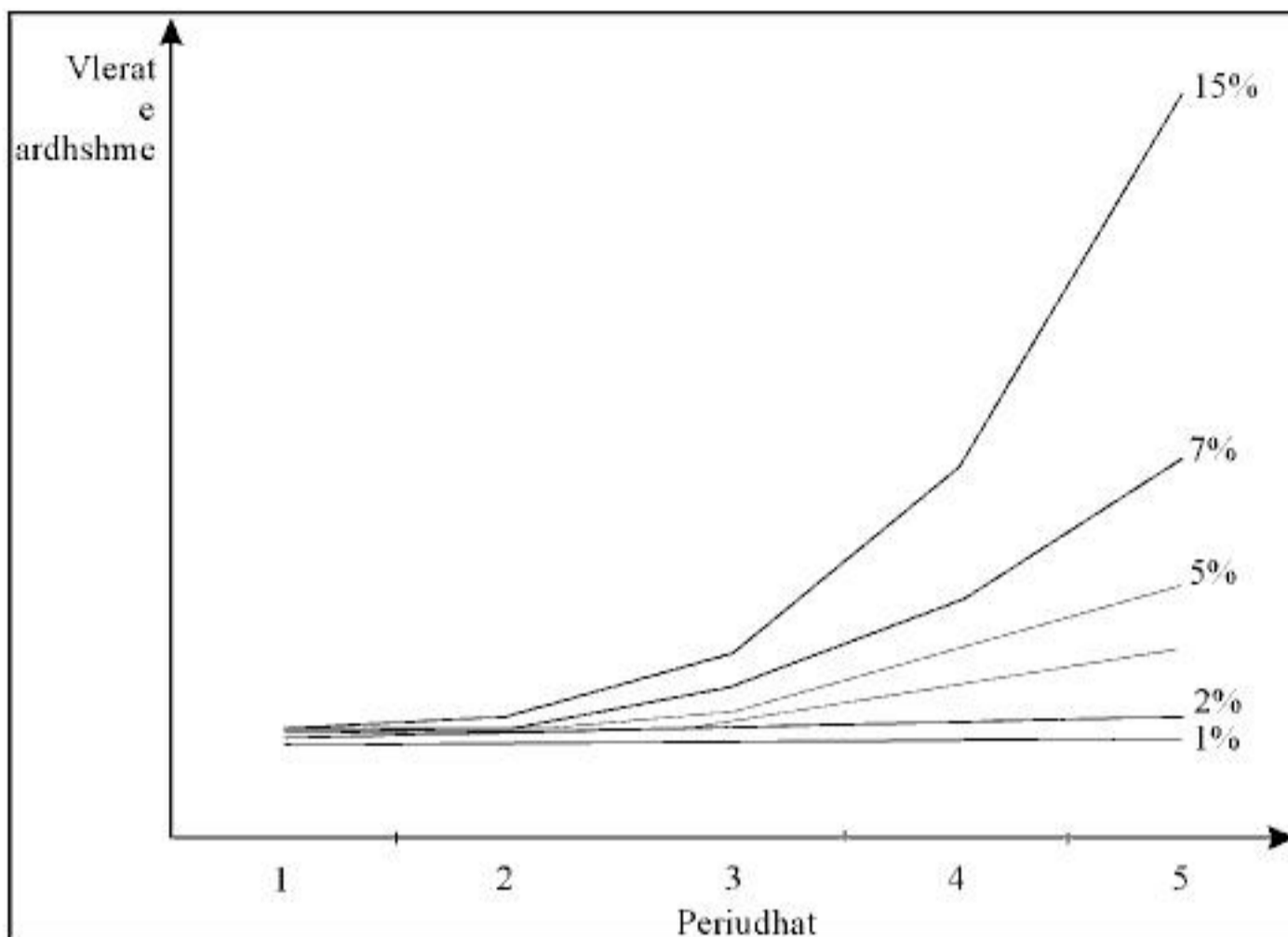
Vlera e ardhshme e 100 € për norma të ndryshme interesi dhe për periudha të ndryshme

**Vlera e ardhshme e 100 € për norma të ndryshme interesash dhe për periudha të ndryshme**

Periudhat \ Norma e interesave	1	2	5	10	15
1	101	102,01	105,10	110,46	116,10
2	102	104,04	110,41	121,90	134,59
5	105	110,25	127,62	162,89	207,89
7	107	114,49	140,26	196,72	275,90
10	110	121,10	161,05	259,37	412,72
15	115	132,25	201,13	404,55	813,70

Paraqitja grafike e vlerës së akumuluar për norma të ndryshme interesash dhe për periudha të ndryshme.

### Grafiku i vlerës së ardhshme për norma të ndryshme dhe për periudha të ndryshme



Njehsimi i vlerës së ardhshme mund të kryhet duke përdorur një tabelë aktualizimi ose një njehsore financiare. Kështu, në shembullin tonë, te ndërprerja e kolonës 7 % dhe të vijës 5 të tabelës së aktualizimit në Shtojcë, do të kemi: 1,403. Po ta shumëzojmë për 10 000 € me këtë koeficient, do të kemi:

$$10\,000 \times 1,403 = 14\,030 \text{ €}$$

Njehsoret financiare dhe tabeloret (e tipit Excel) mundësojnë të njehsohet me shpejtësi vlera e ardhshme.

## 2. AKTUALIZIMI

Pyetja që shtrohet është kjo: sa duhet të vë unë sot me normën prej 7 % që të kem 75 000 € në momentin e daljes në pension pas 10 vjetësh?

Këtë radhë vlera e ardhshme dihet, duhet përcaktuar vlera aktuale ose e sotme.

Mbi bazën e ushtrimit të mësipërm, mund të arrijmë në përfundimin se vlera aktuale e një shume prej 10 700 € për një vit me normën 7 % është 10000 €.

$$\text{Vlera aktuale: } \frac{10\,700}{1,07} = 10\,000 \text{ €}$$

Po ta përgjithësojmë, do të kemi formulën e mëposhtme:

$$\text{Vlera aktuale} = \frac{S}{(1+i)^n} = S(1+i)^{-n}$$

Vlera aktuale mund të përcaktohet duke u nisur nga tabelat e aktualizimit. Vlera e sotme e 1 € pas 10 vjetësh me normën 7 % është 0,5083 €, vlera aktuale e 75 000 € për të njëjtën kohëzgjatje dhe me të njëjtën normë është:

$$\text{Vlera aktuale: } 75\,000 \times 0,5083 = 38\,122 \text{ €}$$

Prandaj duhet të vëmë 38 122 € sot me normën 7 % në vit që të marrim 75 000 € pas 10 vjetësh.

Njehsimi i vlerës aktuale kryhet me lehtësi me njehsore financiare dhe me tabeloret.

**Vlera aktuale e 100 € për norma të ndryshme interesash dhe për periudha të ndryshme**

Periudhat Norma e interesave	1	2	5	10	15
1	99,01	98,04	95,24	90,91	86,06
2	98,04	96,12	90,57	82,03	74,30
5	95,24	90,57	78,35	61,39	48,10
7	93,46	87,34	71,30	50,83	36,24
10	90,91	82,64	62,09	38,55	23,94
15	86,96	75,61	49,72	24,72	12,29



## SEKSIONI III: NORMA E BARASVLERSHME DHE NORMA PËRPJESËTIMORE

Normat e interesave të huadhëniesve ose të huamarrjeve përgjithësisht shprehen në formën e normave vjetore. Por fare mirë mund të kemi edhe periudha më të shkurtra: gjashtëmujore, tremujore, madje edhe ditore. Interesat mund të kapitalizohen çdo vit, por gjithashtu mund të bëhen për gjashtë muaj, për një tremujor, për një muaj dhe madje për një ditë.

Në rastin kur denduria e kapitalizimit është e ndryshme ndërmjet 2 huave ose 2 huadhëniesve, duhet të jetë e mundshme të krahasohen normat e këtyre huave ose huadhëniesve.

Të shqyrtojmë shembullin e mëposhtëm: ju keni nevojë për të marrë hua një shumë prej 10 000 € për 1 vit. Një bankë pranon t'ju japë hua këtë shumë nëpërmjet një norme prej 10 %.

Mbi këtë bazë ju njehsoni se duhet të rimbursoni pas 1 viti shumën:

$$10\,000\ € \times 1,1 = 11\,000\ € \text{ si krerë dhe interesa.}$$

Por ja që, sipas marrëveshjes së huadhënies, na thuhet që interesat paguhen çdo tremujor.

Atëherë ju do të njehsoni që në fund të secilit tremujor do t'ju duhet të paguani 250 € interesa në bankë. Pas 1 viti kështu do t'i keni rimbursuar bankës:

$$250\ € \times 4 + 10\,000\ € = 11\,000\ €$$

Në rastin e dytë, madhësia nominale e interesave është e njëjtë. A mundemi atëherë të arrijmë në përfundimin se normat e interesave janë të njëjta?

Përgjigjja duket fare qartë se është mohuese, sepse kreditorët nuk janë po ata. Në të vërtetë, nëse në fund të secilit tremujor ju duhet të merrni hua 250 € për pagimin e interesave, atëherë në fund madhësia e interesave të derdhur bankës nuk do të jetë 1000 €, por do të jetë më e lartë.

Formula e konvertimit të normës është si më poshtë:

$$\text{Norma ekuivalente} = \frac{(1 + \text{Norma vjetore})^n - 1}{n}$$

Këtu:  $n$  = numri i periudhave të derdhjeve të interesave gjatë vitit.

Në shembullin tonë norma tremujore ekuivalente me një normë vjetore prej 10 % është:

$$\text{Norma ekuivalente} = \frac{(1 + 10\%)^4 - 1}{4} = 10,381\%$$

Në formulë përpjesëtimi  $\frac{\text{Norma vjetore}}{n}$  është norma përpjesëtimore.

Ky nocion megjithatë nuk paraqet ndonjë interes të madh!

Norma e interesit ekuivalent për një normë vjetore prej 8 %		
Vjetore	1	8,00%
Gjashtëmujore	2	8,16%
Tremujore	4	8,24%
Mujore	12	8,30%



## SEKSIONI IV: KËSTET VJETORE

Këstet vjetore shënojnë shumat e pagueshme me intervale në periudha kohe të njëjta. I tillë është rasti i rimbursimit të një huaje, i formimit të një kursimi nëpërmjet derdhjeve të rregullta, një obligacion që derdh një kupon gjatë shumë vjetëve. Prej këtyre shembujve vërehet se periodiciteti nuk është kurdoherë vjetor: rimbursimet e huave ose formimi i një kursimi kryhen mjaft shpesh mbi bazë mujore.

Prandaj mund të mbajmë afatet mujore, tremujore ose gjashtëmujore. Në të vërtetë afati vjetor përdoret nga personeli në kuptimin e gjerë të fjalës.

Këstet vjetore quhen konstante kur janë të barabarta; janë të ndryshueshme në rast të kundërt.

Këstet vjetore mund të derdhen (të merren) në fillim të periudhës, atëherë flitet për këste vjetore të menjëhershme, ose në fund të periudhës, dhe atëherë kemi këste vjetore të zakonshme.

### 1. VLERA PËRFUNDIMTARE E NJË VARGU KËSTESH VJETORE KONSTANTE

Me qëllim që të mblidhni një kapital për daljen në pension pas dhjetë vjetësh, ju vini 1000 € në vit gjatë dhjetë vjetëve me normën 10 %. Sa do të merrni nga investimi juaj, në kohën kur do të dilni në pension?

Derdhja e vitit 1 do t'ju sjellë në afatpagesë:

$$1000 (1,1)^{10}$$

Ajo e vitit 2 do t'ju sjellë në afatpagesë:

$$1000 (1,1)^9$$

dhe kështu në vijim deri te vënia e vitit 10.

$$VF = 1000 (1,1)^{10} + 1000 (1,1)^9 + \dots + 1000 (1,1)^2 + 1000 (1,1)$$

Formula e përgjithshme e vlerës përfundimtare të një vargu këstesh vjetore A gjatë n periudhash me normë i është kjo:

$$VF = \frac{A(1+i)^n - 1}{i}$$

Ndërsa te shembulli ynë do të dilte: 15 937,4 €

### 2. VLERA AKTUALE E NJË VARGU KËSTESH VJETORE KONSTANTE

Ta zëmë se keni vendosur të bleni një apartament. Të ardhurat tuaja personale janë të pamjaftueshme, prandaj duhet të merrni hua te banka juaj. Aftësia juaj për rimbursim është 10 000 € në vit. Llogarisni se do të hyni borxh për 12 vjet, me normë për huanë e marrë 5 %. Sa do t'u duhej të merrnit hua?



Formula e përgjithshme, që jep vlerën aktuale të një vargu këstesh vjetore konstante është si më poshtë:

$$VA = A \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

që në shembullin tonë do të dilte:

$$VA = \frac{10\,000 \cdot 1 - (1,1)^{-12}}{0,1} = 8\,863 \text{ €}$$

Disa ushtrime:

1. Kur lindët, gjyshi juaj kishte vënë për ju shumën e barabartë me 100 € te një librezë, që e kishte normën e interesit 5 %.

Sa do të keni ju sot në atë librezë, nëse sot jeni 25 vjeç, 50 vjeç?

Nëse jeni 25 vjeç, keni 338,64€, nëse jeni 50 vjeç shuma do të jetë 1146,74€. Nëse norma do të kishte qenë 7%, do të kishit përkatësisht 542,74€ ose 2945,70€. Që t'ju kishte ndihmuar për të blerë banesë ose për t'ju siguruar një pension të rehatshëm, gjyshi juaj duhet të kishte vënë më shumë.

2. Cila është vlera aktuale e 5000 eurove për t'i marrë pas 4 vjetësh me normën 6%?

$$VA = 5000 / (1,06)^4 = 3960,5 \text{ €}$$

3. Një investues vë shumën prej 5000 eurosh gjatë 7 vjetëve me normën 5%. Cila do të jetë shuma e tij në afatpagesë pas 7 vjetësh?

$$S = 5000 \times (1 + 0,05)^7 = 7035,5 \text{ €}$$

4. Është vënë një shumë prej 10 000 eurosh me normën 8 %. Për sa kohë do të kemi 15 868,74 €?

$$10\,000 (1+i)^n = 15\,868,74$$

$$i = \frac{15\,868,74}{10\,000} = 1,586$$

që na jep në tabelat financiare 6 vjet.

## KREU 10

### RRITJA E BRENDSHME: INVESTIMI

Të investosh do të thotë ta pajisësh ndërmarrjen me mjetet e nevojshme për të plotësuar objektivat që i janë caktuar.

Në kuptimin financiar, investimi përkufizohet si shkëmbimi i një shume të pranishme e të sigurtë me shpresën e të ardhurave të ardhshme. Kështu përkufizimi u referohet lëvizjeve të kapitalit të disponueshëm: në periudhën e parë bëhen shpenzime përgjithësisht të mëdha e të pakthyeshme, që ndiqen nga një varg hyrjesh. Rreziku është te karakteri i sigurtë i shpenzimeve, ndërsa hyrjet e ardhme janë në varësi të rastit.

Investimet ndihmojnë për zhvillimin e ndërmarrjes dhe kushtëzojnë rentabilitetin e saj të ardhshëm. Mirëpo nuk mund të realizohen të gjitha investimet e dëshiruara. Prandaj duhet bërë një farë zgjedhjeje, duke u nisur prej parashikimeve të flukseve financiare. Zbatohen një varg kriteresh për të bërë zgjedhjen: disa parapëlqejnë kriterin e aftësisë paguese, të tjerët kriterin e rentabilitetit. Marrja e vendimit megjithatë nuk mund të mënjanojë analizën e rreziqeve, që janë të brendshme për çfarëdo investimi.

Plani i kreut 10 është si më poshtë:

Seksioni I	: Karakteristikat e përgjithshme të investimit.
Seksioni II	: Kriteret e përzgjedhjes së investimeve.
Seksioni III	: Vendimi për investim dhe rreziku.





# SEKSIONI I: KARAKTERISTIKAT E PËRGJITHSHME TË INVESTIMIT

Në këtë seksion trajtohen njëra pas tjetrës pikat e mëposhtme: tipologjia e investimeve, procesi i vendimit, kuantifikimi i kronikës së flukseve të kapitalit të disponueshëm të investimit dhe marrja parasysh e inflacionit.

## 1. TIPOLOGJIA E INVESTIMIT

Tipat e ndryshëm të investimeve mund të klasifikohen sipas natyrës së tyre ose më mirë sipas objektivave të tyre.

### 1.1. KLASIFIKIMI SIPAS NATYRËS SË INVESTIMEVE

Dalohen investimet e patrupëzuara, investimet e trupëzuara dhe investimet financiare.

#### *a) Investimet e patrupëzuara*

Këto janë investime jomateriale, të cilat i përgjigjen marrjes së mjeteve jo fizike për zhvillimin, të tilla si kërkimet, patentat, fondet e tregtisë, programet kompjuterike. Pjesa e tyre në shpenzimet e investimit po bëhet gjithnjë e më e rëndësishme.

#### *b) Investimet e trupëzuara*

Këto janë investime materiale, të cilat kanë aftësinë të mbajnë ose ta shtojnë potencialin e prodhimit. Mund të jenë pasuri të paluajtshme (troje, ndërtime...) ose të luajtshme (makineri, pajisje, orendi, materiale transporti...).

#### *c) Investimet financiare*

Ato u përgjigjen, për shembull, pjesëmarrjes në kapitalin e ndërmarrjeve të tjera, një pikë kjo që e trajtojmë në kreun vijues, ose vënies së tepricave të kapitalit të disponueshëm në formën e titujve të investimit.

Klasifikimi sipas natyrës është ai që mbahet prej planit kontabël të përgjithshëm të vitit 1982.

### 1.2. KLASIFIKIMI SIPAS OBJEKTIVAVE

Objektivat që më shpesh u vihen investimeve janë këto:

#### *a) Investimet për zëvendësim ose për mirëmbajtjen*

Këto caktohen për përtëritjen e pajisjeve të vjetruara ose të vjetra me qëllim që të ruhet aftësia e prodhimit ose niveli teknik. Vlerësimi i rrezikut për këtë tip investimi është realtivisht i lehtë.

**b) Investimet për zgjerim ose për kapacitet**

Këto synojnë të rriten kapacitetet e prodhimit në kornizën e produkteve ekzistuese ose të produkteve të reja. Po ashtu mund të marrin formën e blerjes së një shoqërie tjetër për ta zgjeruar tregun, për të përforcuar pozitat ose për të pasur mundësinë e hyrjes në fusha të reja.

**c) Investimet e prodhimit**

Këto janë të caktuara për të ulur kostot e veta, për të përmirësuar prodhimtarinë, cilësinë e produkteve....

**d) Investimet e tjera**

Këto janë bërë të detyrueshme nga legjislacioni (investimet e shoqërisë) lidhur me sigurimin, mjedisin, si dhe për investimet e prestigjit, si ndërtimi i një selie të shoqërisë.

Janë të shpeshta ndërdepërtimet ndërmjet këtyre kategorive të ndryshme. Zëvendësimi i një makinerie nganjëherë është edhe një investim përtëritjeje, një investim prodhimtarie dhe një investim kapaciteti...

## 1. PROCESI I VENDIMMARRJES

Vlerësimi i një investimi na tregon se marrin pjesë një varg drejtimesh: tregtare, marketingu, industriale, teknike, të kërkimeve, të personelit, e sigurisht dhe drejtimi financiar. Vendimi për investim, duke mbajtur parasysh natyrën e tij strategjike, në thelb ka të bëjë me drejtimin e përgjithshëm. Në firmat e mëdha dhe në grupet shumëkombëshe procedurat e brendshme shpesh ua kalojnë drejtorive operative të filialeve dhe të degëve pushtetin për të hyrë në investime, madhësia e të cilave nuk e kapërcen cakun e autorizuar, me rezervën që këto nuk e bëjnë të domosdoshme, nga vetë natyra e tyre, miratimin sistematik të drejtorisë qendrore (për shembull, pjesëmarrja).

Procesi i investimit përbëhet prej disa fazave të dallueshme. B. Colasse, për shembull, përcakton 4: faza e perceptimit, faza e formulimit, faza e vlerësimit dhe faza e zgjedhjes.<sup>1</sup>

### 2.1. FAZA E PERCEPTIMIT

Faza e parë është ndërgjegjësimi për nevojën që të kryhet një investim. Në këtë etapë, nuk ka me të vërtetë ndonjë rregull. Një makineri e vjetruar dhe e vjetër nuk i ndjek dot më ritmet, normat e cilësisë, ose ka një normë riparimesh tepër të lartë. A duhet të zëvendësohet? Perspektiva për tregjet e reja a duhet të na bëjë të kryejmë investime për kapacitetet? A duhen ndërmarre investime kërkimesh dhe zhvillimi?

Perceptimi i nevojës do të sjellë nivele të ndryshme përgjegjësie, drejtime të ndryshme, madje edhe nëse drejtimet tregtare, industriale e teknike mbizotërojnë në këtë etapë.

### 2.2. FAZA E FORMULIMIT

Në këtë fazë të dytë, zgjidhjet e ndryshme që u përgjigjen nevojave të përcaktuara në fazën I përzgjidhen paraprakisht. Shpesh në fakt ka disa variante që duhen analizuar, duke përfshirë tërësinë e parametrave të tillë, si: kapaciteti, nevoja e personelit, kostoja e shfrytëzimit, kohëzgjatja e realizimit, vendvendosja, kohëzgjatja e jetës...

<sup>1</sup> Colasse B., *Gestion financière de l'entreprise*, PUF, botimi i 3-të, f. 442.

### 2.3. FAZA E VLERËSIMIT

Kjo është faza e kuantifikimit financiar të zgjidhjeve të ndryshme të parashikueshme, në mënyrë që të bëhen të krahasueshme ndërmjet tyre, me qëllim që të bëhet e mundur të kryhet një zgjedhje.

### 2.4. FAZA E ZGJEDHJES

Kjo është faza e fundit, në të cilën mbi bazën e vlerësimit të projekteve të ndryshme, mbahet zgjedhja më rentable.

## 3. KUANTIFIKIMI I KRONIKËS SË FLUKSEVE TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM TË INVESTIMIT

Investimi është përkufizuar si një kronikë e fluksit të kapitalit të disponueshëm: daljet nga arka në fillim me shpenzimet e investimit, hyrjet në arkë më pas me prurjet e pritura nga investimi (ose nga kursimet e rastit).

Kuantifikimi i vargut të flukseve të kapitalit të disponueshëm përbën bazën e vlerësimit të rentabilitetit të projektit, mbi të cilën do të mbështetet vendimi i investimit.

Arsyetimi financiar nënkupton një zberthim të projektit në periudha, përgjithësisht prej një viti, dhe për shkak se është më e volitshme, flukset të përftohen një herë në fund të periudhës, ndërsa në realitet ato janë të vijueshme. Duhet nënvizuar se flukset që duhen shqyrtuar janë flukse të kapitalit të disponueshëm dhe në asnjë mënyrë produkte e barrë kontable.

### 3.1. SHPENZIMET E INVESTIMIT

Shpenzimet e investimit përmbledhin tërësinë e kostove lidhur me realizimin e investimit. Këndvështrimi këtu është prerazi financiar dhe jo kontabël. Regjistrimi i shpenzimeve duhet të jetë shterues dhe të mos kufizohet vetëm me ato që figurojnë në kapitalin e ngurtësuar në bilanc.

Kështu, për shembull, në rastin e një investimi të trupëzuar të tipit makineri, shpenzimet e investimit do të përfshijnë:

- çmimin e blerjes (pa TVSH).
- tërësinë e shpenzimeve shtojcë (shpenzimet e doganës, shpenzimet e transportit, harxhet për instalimin, shpenzimet e montimit, honoraret e ndryshme, shpenzime për aktet...).
- në rast se ka, shpenzimet e kualifikimit të personelit, të kërkimeve, të shtimit të NFQ të shkaktuara prej investimit. Kjo pika e fundit, që shpesh lihet pas dore, duhet të përpikësohet. Nëse investimi sjell një shtim të veprimtarisë, ndërmarrja duhet të financojë shtesat: stoqet dhe klientët; pjesën tjetër të burimeve, në parim më të vogël, të përbërë prej furnizuesve. Përgjithësisht i përmbahen hipotezës se ka një rritje të NFQ përpjesëtimisht me shifrën e xhiros. Gjithashtu, shpesh mendohet se shumat përgjegjëse të shtimit të NFQ rikuperohen në fund të operacionit.

### 3.2. KOHËZGJATJA E JETËS SË INVESTIMIT

Kohëzgjatja e jetës është periudha, gjatë së cilës projekti përfiton flukse të kapitalit të disponueshëm.

Kriteri, të cilit duhet t'i përmbahemi, sigurisht që është teknik. Kohëzgjatja e jetës, që është e lehtë të çmohet, atëherë i përgjigjet një konsumimi të rregullt e të pakthyeshëm të investimit. Por kohëzgjatja e arritur mund të jetë më e vogël sesa kohëzgjatja e jetës teknike, nëse koha e jetës ekonomike



të produkteve të realizuara nëpërmjet këtij investimi është më e vogël. Kriteri ekonomik atëherë do të dalë mbi kriterin teknik.

Për investimet me kohëzgjatje të jetës veçanërisht të gjatë, mbi 15 vjet për shembull, duke mbajtur parasysh pasigurinë që rëndon mbi të ardhmen, përgjithësisht e kanë nënvlerësuar qëllimisht kohëzgjatjen e jetës së investimit.

Kohëzgjatja e jetës së investimit, e cila në dukje është e lehtë të përcaktohet, del përfundimisht një faktor plotësues i pasigurisë.

### 3.3. HYRJET NETO TË INVESTIMIT

Hyrjet neto të investimit përmbledhin rrjedhën e parave cash të shfrytëzimit, vlerën mbetëse të investimit dhe NFQ në fund të periudhës.

Rrjedhat e parave të shfrytëzimit i përgjigjen vlerësimit të hyrjeve neto shtojcë, që përfshihen prej investimit.

Arsyetimi nisët nga rrjedha e parave neto. Në parim, investimi siguron hyrje suplementare (shitje), por ndodh që shkakton edhe shpenzime plotësuese (blerje, personeli...). Kontributi neto i investimit është i barabartë me diferencën ndërmjet hyrjeve suplementare dhe mbishtesës së shpenzimeve.

Rentabiliteti i projektit kështu preket nga fiskaliteti. Shlyerjet do të sjellin një kursim të tatimit ashtu si, kur vjen rasti, kreditë me tatim dhe uljet e ndryshme, nga të cilat mund të përfitojë ndërmarrja. Veç kësaj, shtesa e rrjedhës së parave sjell një mbirritje të tatimit, i cili sjell zbritjen e rentabilitetit të projektit. Vetëm ndërmarrjet që fitojnë kanë të bëjnë me këtë pikë të fundit, që do të thotë me fjalë të tjera se rentabiliteti i një projekti investimi luhetet sipas faktit nëse ndërmarrja është e tatueshme ose jo.

Së fundi, në përfundim të kohëzgjatjes së jetës, investimi nganjëherë mund të cedohet, e në këtë rast do të sjellë hyrje përfundimtare, që do të mbahet për madhësinë e saj neto për tatimin e rastit mbi mbivlerat.

Një pikë e fundit duhet nënvizuar: rentabiliteti i investimit është rentabiliteti ekonomik, ai duhet të vlerësohet pavarësisht nga financimi dhe pa marrë parasysh shpenzimet – ose produktet – financiare, të lidhura me investimin.

Njësimi i rrjedhës së parave të parashikueshme është një ushtrim fillestar për të vlerësuar rentabilitetin e projekteve të investimit; ky është gjithashtu një ushtrim delikat për arsye të rreziqeve dhe të pasigurive, që rëndojnë mbi hyrjet dhe shpenzimet e ardhshme.

## 4. MARRJA PARASYSH E INFLACIONIT

Inflacioni i prek hyrjet dhe shpenzimet gjatë kohëzgjatjes së jetës së investimit dhe ka pasoja mbi rentabilitetin e projektit. Problemi që shtrohet është në thelb ai i koherencës.

Për të marrë parasysh ndikimin e inflacionit paraqiten dy metoda:

- qoftë rrjedha e parave shprehet në monedhë të qëndrueshme dhe aktualizimi kryhet me një normë aktualizimi me deflacion, domethënë që nuk përfshin inflacionin paradalës.

- qoftë rrjedha e parave shprehet në monedhë të zakonshme dhe aktualizimi kryhet me një normë që përfshin inflacionin e pritshëm. Norma e aktualizimit atëherë shprehet kështu:

$$(1 + k) = (1 + p) (1 + f)$$

ku k: norma e aktualizimit rrjedhës,  
p: norma e aktualizimit pa inflacionin (në terma realë),  
f: norma e inflacionit e parashikuar.

Në fakt, në praktikë marrin më shpesh si normë aktualizimi:  $k = p+f$ , duke bërë abstraktim nga produkti  $(p \times f)$ , që vështrohet si më i vogël.<sup>1</sup>

Metoda e dytë megjithatë është më e parapëlqyer: inflacioni nuk e prek në mënyrë rreptësisht homogjene çdo lloj të fluksit: punonjësit, kostot e ndryshme, çmimet e shitjes nuk pësojnë të njëjtën ngritje çmimesh. Shlyerjet, përkundrazi, të njehsuara mbi bazën e çmimeve të blerjes, nuk preken prej inflacionit. Tatimi mbi fitimet nga ana e vet përcaktohet mbi bazën e rezultatit kontabël, të shprehur në euro të zakonshme.

---

<sup>1</sup> Formula afrohet me efektin Fisher, relacion që është vënë në dukje nga ekonomisti amerikan lidhur me normën e interesit në veprën e tij: *The theory of interest*.





## SEKSIONI II: KRITERET E PËRZGJEDHJES SË INVESTIMEVE

Ka një varg kriteresh për zgjedhjen e projekteve të investimit. Disa parapëlqejnë aftësinë paguese si metoda për vonesën e rikuperimit; të tjerët rentabilitetin si vlera aktuale neto, normën e rendimentit të brendshëm ose treguesin e prurjes së fitimeve.

Kriteret e quajtura tradicionale thjesht krahasojnë fluksin e shpenzimeve me fluksin e hyrjeve; disa të tjera më të përpunuara marrin parasysh faktorin kohë nëpërmjet aktualizimit.

### 1. Vonesa e rikuperimit (ose “pay back”)

Vonesa e rikuperimit është vonesë e domosdoshme, që grumbullimi i rrjedhës cash të përftuar prej një investimit të jetë e barabartë me koston e vet. Me fjalë të tjera, është vonesa e rindërtimit të kapitalit të investuar duke u nisur nga flukset e kapitalit të disponueshëm, të përfuara prej projektit.

#### 1.1. Shembull për njehsimin e vonesës së rikuperimit

Të marrim një ndërmarrje, e cila shqyrton dy projekte A dhe B. Secili ka nevojë për një investim prej 1000. Vargu i rrjedhave cash neto është si më poshtë:

Vitet	Cash-flow projekti A	Cash flow projekti B	Grumbull cash flow projekti A	Grumbull cash flow projekti B
1	300	100	300	100
2	500	200	800	300
3	400	300	1 200	600
4	100	400	1 300	1 000
5	0	500	1 300	1 500
Gjithsej	1 300	1 500		

Vonesa e rikuperimit të projektit A është 2 vjet e gjysmë; ajo e projektit B është 4 vjet. Mbahet projekti A.

#### 1.2. VLERËSIMI I KRITERIT

Vonesa e rikuperimit është metoda e përzgjedhjes së investimeve më e thjeshta dhe për këtë arsye është njëra prej më të përdorurave zakonisht, veçanërisht në NVM. Ky kriter ka disa kufizime, prandaj përdorimi i tij pa dallim mund të sjellë te vendime të gabuara.

Vonesa e rikuperimit nuk është një kriter rentabiliteti, por është kriter likuiditeti. Ajo mat vonesën e rikuperimit të fondeve të nxjerra prej arkës për të kryer një investim. Kur i drejtohem këtij kriteri, do të thotë se parapëlqejmë aspektin likuiditet kundrejt maksimalizimit të fitimit.

Pranimi i kriterit që mbështetet mbi likuiditetin për ligjet për investimet me shkallë të lartë rreziku; pasiguria për hyrjet e ardhshme është shtysë për të mbajtur projektet, vonesa e rindërtimit të të cilave në vënien fillestare në

veprim është më e shkurtër. Përdorimi i këtij kriteri përlligjet edhe për të përzgjedhur projektet e investimit me madhësi modeste. Një kufizim tjetër për këtë kriter është se përjashton tërësisht flukset e nxjerra përtej vonesës së rikuperimit. Projektet e gjata, ose edhe ato, flukset e të cilave të kapitalit të disponueshëm janë të dobëta në fillim, gjithashtu penalizohen. Ky aspekt ilustrohet në këtë shembull: ndonëse shuma e cash flow të B-së është më e madhe sesa e A-së, megjithatë përsëri mbahet projekti A, sepse vonesa e tij e rikuperimit është më e shkurtër. Përdorimi përjashtimisht i kriterit të vonesës së rikuperimit, duke parapëlqyer afatin e shkurtër kundrejt afatit të gjatë, ka mundësinë të hipotekojë lulëzimin afatgjatë.

Së fundi, e meta e fundit e saj më e madhe, është se kjo metodë shpërfill kohën. Cash flow të sotme nuk mund të krahasohen drejtpërdrejt me ato të dy vjetëve të ardhshëm, prandaj duhen aktualizuar paraprakisht.

### 1.3. VONESA E RIKUPERIMIT TË AKTUALIZUAR

Vonesa e rikuperimit të aktualizuar përbën një variant të vonesës së rikuperimit, me të vetmin dallim se njehsimi i vonesës kryhet pas aktualizimit të flukseve të kapitalit të disponueshëm.<sup>1</sup>

Le të marrim shembullin e mëparshëm, duke zbatuar një normë aktualizimi prej 10 %.

Vitet	Cash flow të projektit A	Cash flow të projektit B	Koeficienti i aktualizimit 10 %	Cash flow aktualiz. projek.A	Cash flow aktualiz. projek.B	Akumul. i cash flow aktualizuar projekti.A	Akumul. i cash flow aktualiz. projek.B
1	300	100	0,909	273	91	273	91
2	500	200	0,826	413	165	686	256
3	400	300	0,751	300	225	986	481
4	100	400	0,683	68	273	1 054	755
5	0	500	0,621	0	311	1 054	1 065

Shtyrja e rikuperimit e aktualizuar për projektin A është prej 3 vjetësh e 2 muajsh e gjysmë; për projektin B është 4 vjet e 3 muaj e gjysmë.

Nëse vonesa e rikuperimit të aktualizuar e merr parasysh kohën, përsëri gjithmonë nuk merr parasysh cash flow të nxjerra përtej vonesës së rikuperimit.

Përkundrazi, kriteret e tjera të zgjedhjes e shqyrtojnë tërësinë e flukseve të kapitalit të disponueshëm që dalin gjatë gjithë kohëzgjatjes së jetës së projektit.

## 2. VLERA AKTUALE NETO (VAN)

VAN e një investimi është diferenca ndërmjet vlerës aktuale të cash flow të pritshme dhe kostos së investimit.

Njehsimi bën të krahasohen, pas aktualizimit, të ardhurat e pritura me dhënien fillestare të fondeve.

Le të kemi: kostoja e investimit

$CF_t$ : cash flow e periudhës (ku  $t = 1, 2, \dots, n$ ),

$k$ : norma e aktualizimit,

$N$ : kohëzgjatja e jetës ekonomike të projektit.

<sup>1</sup> Aktualizimi khs. Kreu 9, f. 217 e vijim.

$$VAN = \left[ \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} \right] - I$$

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I$$

Nëse shpenzimi për investimin ndërhyt disa herë, atëherë formula bëhet:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t - I_t}{(1+k)^t}$$

### 2.1. SHEMBULL NJEHSIMI PËR VAN

Si ilustrim po njehsojmë VAN të projekteve A dhe B, që i kemi përmendur, duke mbajtur normën e aktualizimit prej 10 %.

Vitet	Cash flow të projektit A	Cash flow të projektit B	Koeficienti i aktualizimit 10 %	Cash flow të aktualizuara të projektit A	Cash flow të aktualizuara të projektit B
1	300	100	0,909	273	91
2	500	200	0,826	413	165
3	400	300	0,751	300	225
4	100	400	0,683	68	273
5	0	500	0,621	0	311
Gjithsej	1 300	1 500		1 054	1 065

VAN e projektit A është e barabartë me shumën e vlerave të aktualizuara të cash flow pas zbritjes së madhësisë së investimit, domethënë:  $1\,054 - 1\,000 = 54$ .

VAN e projektit B është e barabartë me 65.

### 2.2. VLERËSIMI I KRITERIT

VAN mat rritjen e vlerës së ndërmarrjes, të krijuar prej realizimit të investimit. Nëse VAN e projektit është pozitive, kjo do të thotë se shuma e vlerave aktuale të flukseve të kapitalit të disponueshëm neto, të përfuara prej investimit është më e lartë sesa kapitalet e investuara dhe, rrjedhimisht, realizimi i projektit do të sjellë një shtim të vlerës së firmës. Përkundrazi, nëse VAN është negative, projekti kushton më shumë sesa jep dhe vënia e tij në zbatim do të sillte varfërimin e ndërmarrjes.

Përzgjedhja e projekteve nëpërmjet këtij kriteri është e thjeshtë. Projektet që paraqesin një VAN pozitive mbahen; ata për të cilët VAN është negative, nuk pranohen. Nëse VAN është e barabartë me 0, realizimi i investimit do të jetë indiferent lidhur me vlerën e ndërmarrjes.

Ndërmjet dy projekteve të pavarura dhe që e përjashtojnë njëri-tjetrin, zgjedhja do të bjerë mbi atë, që paraqet VAN pozitive më të lartë. Në shembullin tonë, VAN e projektit B ka qenë 65, ajo e projektit A 54, domethënë është projekti B që do të mbahet.

VAN varet ngushtësisht nga norma e aktualizimit: sa më e lartë është norma, aq më shumë flukset e pritshme zhvlerësohen. Po ashtu, sa më shumë janë të largëta flukset, aq më shumë zhvlerësohen.



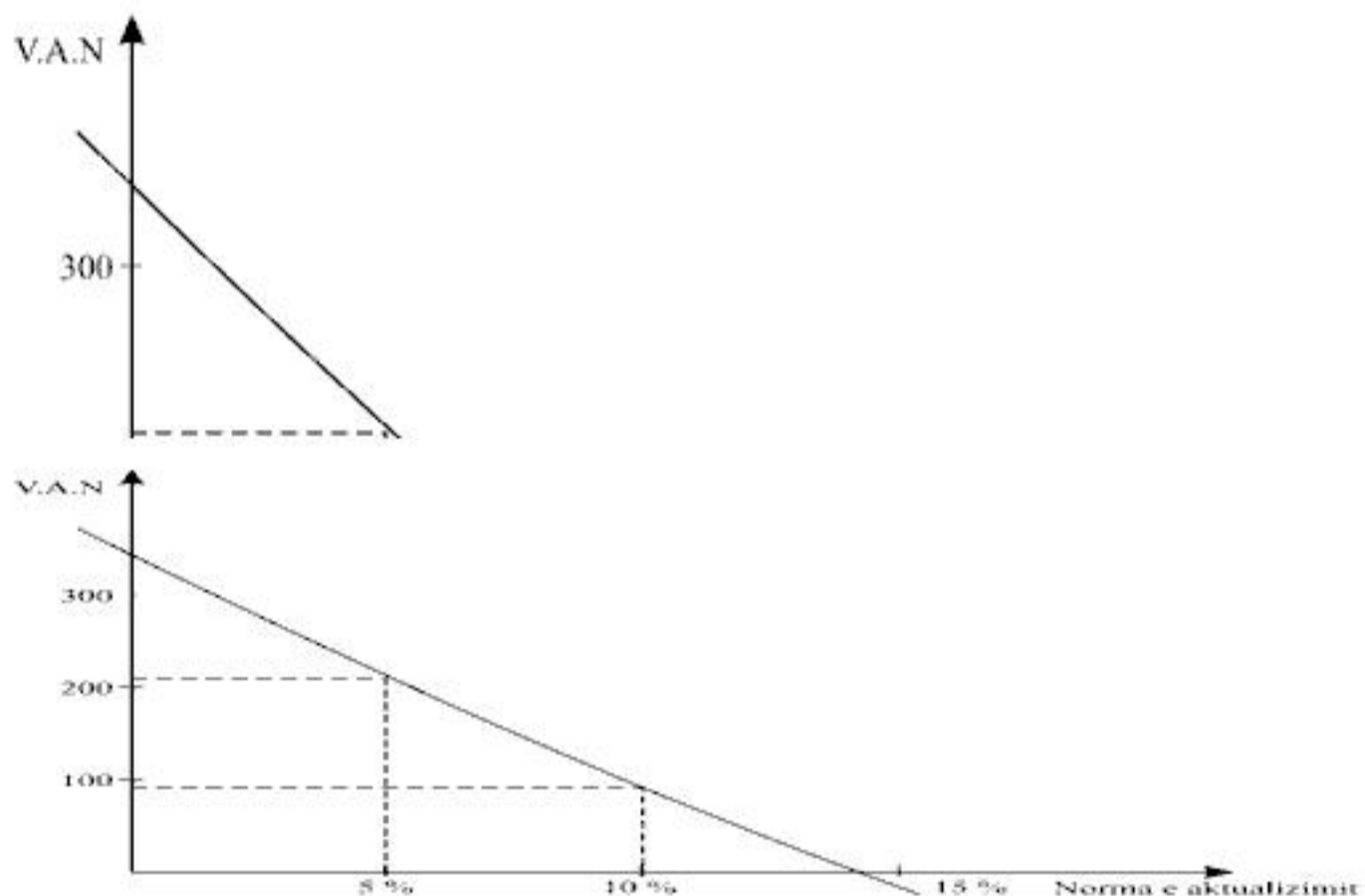
Të marrim një projekt, i cili ka nevojë për një investim prej 1 000. Vargu i cash flow është si më poshtë:

Viti 1	Viti 2	Viti 3	Viti 4	Viti 5	Gjithsej CF
300	350	350	200	200	1 400

Të njehsojmë VAN e projektit sipas tri normave të aktualizimit: 5, 10 dhe 15 %.

VAN me normë aktualizimi 5 %:	226,76
VAN me normë aktualizimi 10 %:	85,73
VAN me normë aktualizimi 15 %:	-30,56

Përfundim: VAN ndryshon anasjelltas me normën e aktualizimit.



Vështirësia më e madhe që nxjerr VAN është te zgjedhja e normës së aktualizimit. Kësaj pyetjeje themelore, teoria neoklasike i përgjigjet se norma e aktualizimit që duhet mbajtur, ajo që e maksimalizon vlerën e ndërmarrjes dhe gjithashtu pasurinë e aksionerëve, është kostoja e kapitalit. Është një përgjigje mjaft joshëse nga ana teorike, por nxjerr edhe disa probleme praktike.

Kostoja e kapitalit, tashmë e kemi parë<sup>1</sup>, është një kosto e vlerësuar për arsye si të vështirësive të vlerësimit të kostos së fondeve të veta, ashtu edhe të zgjedhjes së ponderimit ndërmjet fondeve të veta dhe borxheve. Për më tepër, kostoja e fondeve të veta është funksion i rrezikut. Një projekt, rreziku i të cilit ndryshon pastër nga rreziku mesatar i firmës, nuk mundet atëherë të vlerësohet nëpërmjet kostos së kapitalit.

Financimi i projektit, me përjashtim të rastit kur të jetë përsëritje e përpiktë, do ta ndryshojë strukturën financiare të ndërmarrjes dhe duke bërë këtë, do të modifikojë koston e kapitalit. Një projekt, i cili sjell një ndryshim të ndjeshëm të strukturës së ndërmarrjes, rrjedhimisht, nuk mund të vlerësohet mbi bazën e kostos mesatare të kapitalit.

Në praktikë, disa ndërmarrje megjithatë i janë drejtuar kostos së kapitalit, i cili me gjithë vështirësitë e njehsimit dhe të përdorimit të lartpërmendura, mbetet kriteri më i përshtatshëm. Disa të tjera i mbahen kostos mesatare ose marginale të financimit ndërmjet hyrjes në borxh afatmesme dhe

<sup>1</sup> Shih kreun 8, f. 201.

afatgjatë, por ky kriter ka të keqen se nuk mund të marrë parasysh koston e fondeve të veta.

### 3. NORMA E RENDIMENTIT TË BRENDSHËM (N.R.B.)

NRB-ja është është norma e aktualizimit, për të cilën vlera aktuale e cash flow të pritshme është e barabartë me shpenzimet e investimit.

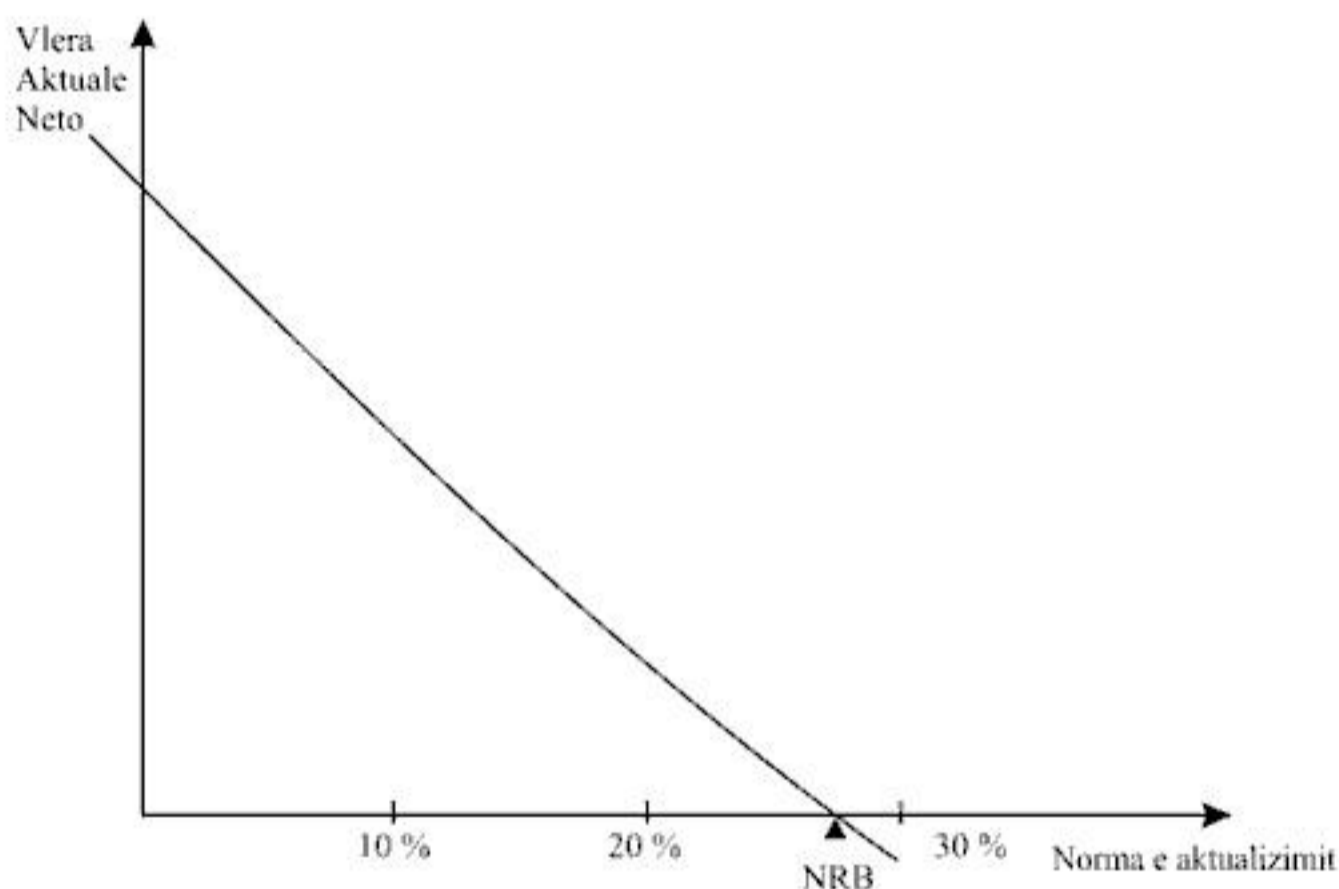
Me fjalë të tjera, kjo është norma e aktualizimit, që e anulon VAN-në.

$$I = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

ku r: norma e rendimentit të brendshëm.

Vlera e r, kur VAN është e barabartë me 0, i përgjigjet grafikisht ndërprerjes së lakores së VAN me boshtin e abshisave.



#### 3.1. SHEMBULL NJEHSIMI TË NRB

Njehsimi i NRB bëhet me metodën e përafrimeve të njëpasnjëshme, e cila e njehson VAN-në duke u nisur nga një normë e zgjedhur arbitrarisht. Nëse VAN del pozitive, njehsimi ribëhet me një normë më të lartë, derisa VAN të dalë afërsisht zero. Atëherë kalohet te interpolimi.

Njehsimi lehtësohet meqë kemi njehsore financiare dhe tabelore, të cilat kanë një program të përfshirë për njehsimin e NRB.

Le të marrim një projekt, i cili ka nevojë për një investim prej 10 000. Vijimësia e cash flow është si më poshtë:

Viti 1	Viti 2	Viti 3	Viti 4
3 000	4 000	5 000	3 000

Po ta marrim 17 % si NRB, do të kemi një VAN prej 208,96.

Me 18 % VAN-ëja është 5,63. Ajo del -14,34, nëse norma është 18,10%. NRB-ja rrjedhimisht përfshihet ndërmjet 18 e 18,10 %. Diferenca e VAN ndërmjet 18 dhe 18,10 % është 19,97 (5,63+14,34). Me ekstrapolim:  $5,63/19,37 = 0,28$ , e rumbullakosur del 0,3.

Pra NRB është  $18 + 0,3 = 18,03$  %.

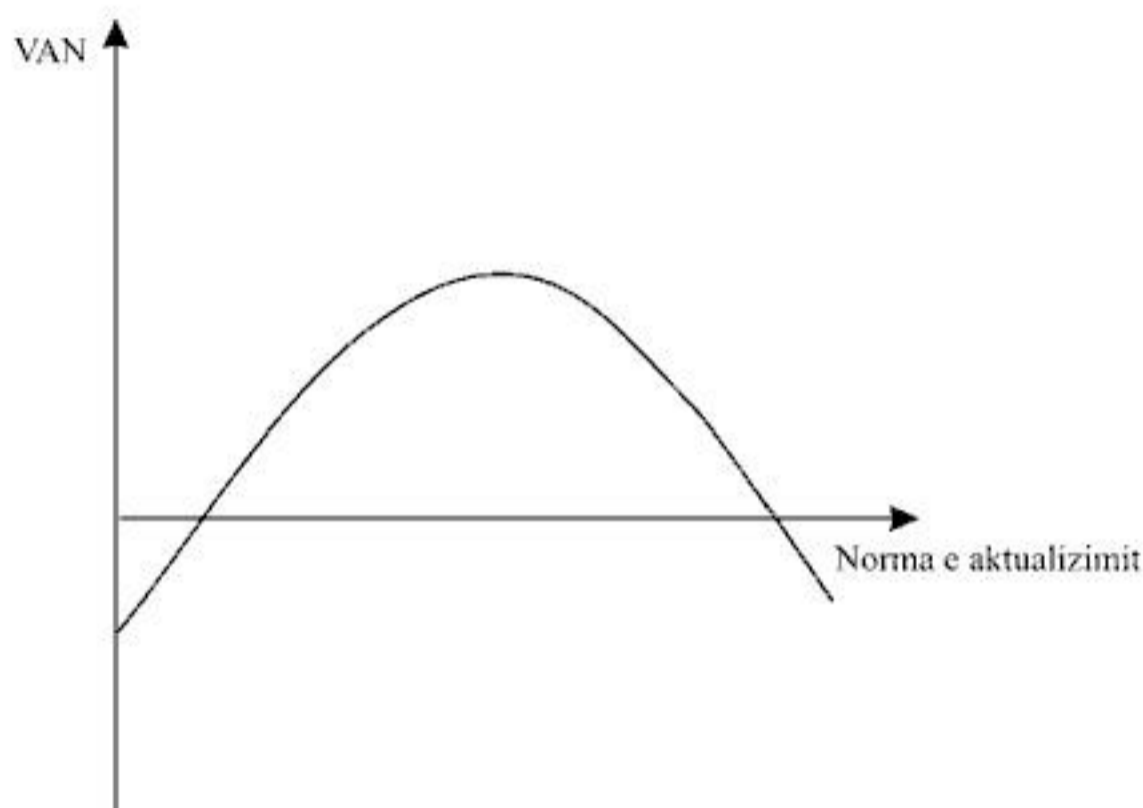
### 3.2. VLERËSIMI I KRITERIT

NRB është një kriter zgjedhjeje investimesh i thjeshtë për ta përdorur. Nëse NRB është më e lartë sesa norma e rentabilitetit të kërkuar, investimi mund të mbahet. Në rast të kundërt, ai duhet hedhur poshtë.

Problemi i normës së referimit përmbledhet atëherë në shkallën që NRB nuk mjafton në vetvete për të vendosur nëse e vlen të bëhet një projekt. Krahasimi me një normë referimi është i domosdoshëm, normë e cila i përgjigjet normës së aktualizimit dhe rrjedhimisht, edhe kostos mesatare të kapitalit.

Metoda e NRB shtron një problem me projektet, të cilat për periudha të caktuara përftojnë cash flow negative.

Të tilla projekte kanë disa NRB.<sup>1</sup> Grafiki i lakorja e vlerës aktuale e pret boshtin e abshisave në disa vende.



### 3.3. VAN APO NRB, CILI KRITER TË ZGJIDHET?

VAN dhe NRB janë që të dyja kriteret të mbështetura mbi aktualizimin e flukseve neto të kapitalit të disponueshëm që pritet për investimin. Përfundimet të cilat na çojnë janë të njëjta, meqë zgjedhja mbetet të pranohet ose të hidhet poshtë një projekt. Por kur është puna për të bërë një zgjedhje ndërmjet projektsh që e përjashtojnë njëri-tjetrin, të dy kriteret nganjëherë çojnë të përfundime kontraktore.

Le të kemi dy projekte C dhe D, që përjashtojnë njëri-tjetrin dhe na paraqesin vargun e mëposhtëm të fluksit.

Norma e aktualizimit është 10 %, njësojmë VAN dhe NRB për secilin prej projekteve.

	Projekti C	Projekti D
Shpenzimet e investimit	1 000	1 000
cash flow viti 1	100	850
cash flow viti 2	500	300
cash flow viti 3	800	100
VAN	105,18	95,79
NRB	14,58 %	17,71 %

VAN na çon ta mbajmë projektin C ( $VANC = 105,18$ ;  $VAND = 95,79$ ), ndërsa sipas NRB duhet zgjedhur projekti D ( $NRBD = 17,71\%$ ;  $NRBC = 14,58\%$ ).

<sup>1</sup> Te një shumëkëndësh i shkallës n, mund të kemi po aq rrënjë, sa dhe ndryshime të shenjave.



Burimi i mospërputhjes ndërmjet dy kriterëve gjendet te norma e nënkuptuar për riinvestimin e cash flow. Krahasimi ndërmjet ekuacioneve të VAN dhe NRB na tregon se diferenca e vetme është norma: norma e aktualizimit në rastin e VAN, norma e rendimentit të brendshëm për NRB. Në formulën e NRB pranohet i nënkuptuar riinvestimi i flukseve në vetë NRB, ndërsa në formulën e VAN riinvestimet bëhen me normën e aktualizimit.

Të pranosh kapitalizimin e flukseve me normën e rendimentit të brendshëm, plus edhe kur është e lartë, do të ishte një hipotezë e diskutueshme. Kurse është më afër së vërtetës të bëhet riinvestimi me normën e aktualizimit.

Megjithatë në praktikë shpesh NRB përdoret, sepse shpreh qartë në formën e një norme rentabilitetit e investimeve.

#### 4. TREGUESI I RENTABILITETIT

Treguesi i rentabilitetit ose edhe treguesi i fitimprurjes është herësi i vlerës aktuale të cash flow të pritshme në koston e investimit.

$$IR = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{I}$$

##### 4.1. SHEMBULL NJEHSIMI PËR TREGUESIN E FITIMPRURJES

Të marrim një projekt investimi, i cili paraqet vargun e fluksit të mëposhtëm, me normën e aktualizimit 10 %.

Shpenzimet e investimit	10 000
cash flow viti 1	3 000
cash flow viti 2	4 000
cash flow viti 3	5 000
cash flow viti 4	4 000
VAN	11 838
Treguesi i rentabilitetit	11 838/100 000 = 1,18

##### 4.2. VLERËSIMI I KRITERIT

Përdorimi i treguesit të rentabilitetit është i thjeshtë: nëse treguesi i rentabilitetit është më i lartë sesa 1, projekti mund të pranohet; nëse treguesi i rentabilitetit është më poshtë sesa 1, projekti duhet hedhur poshtë.

Treguesi i rentabilitetit është një kriter i afërt me VAN; që të dy ndjekin të njëjtin arsyetim: të krahasohen cash flow të aktualizuara me koston e investimit. Që të dy kriteret çojnë te të njëjtat vendime për të pranuar ose për të hedhur poshtë projektet. Por në rastin e zgjedhjes ndërmjet projekteve që përjashtojnë njëri-tjetrin, të dy kriteret mund të çojnë te përfundime që nuk përputhen.

Të marrim dy projekte E dhe F që përjashtojnë njëri-tjetrin, me normë aktualizimi 10 %.

	Projekti E	Projekti F
Shpenzimet e investimit	100	1 000
cash flow viti 1	55	650
cash flow viti	270	560
Treguesi i rentabilitetit	1,08	1,05
VAN	7,85	45,45

Treguesi i rentabilitetit na shtyn të pranojmë projektin E (IR prej 1,08 kundrejt 1,05 për projektin F). VAN na shtyn të zgjedhim projektin F (VAN me 45,45 kundrejt 7,85 për E).

A duhet atëherë të parapëlqejmë normën e rentabilitetit, apo rritjen e vlerës? Logjika e maksimalizimit të vlerës së ndërmarrjes do të kërkonte që projekti F të zgjidhej. Por fillimi është po ashtu i ndryshëm: 100 për projektin E dhe 1 000 për projektin F. Ndërmarrja që ka nevojë të racionojë kapitalet atëherë do të mbante më mirë projektin E sesa projektin F.

## SEKSIONI III: VENDIMI PËR INVESTIM DHE RREZIKU

Vendimet për të investuar mbështeten në parashikimet e flukseve financiare të ardhshme, që detyrimisht varen nga rastësia. Faktorët që mendohet se e ndryshojnë vlerën e parametrave dhe gjithashtu ndikojnë edhe mbi rentabilitetin e projekteve janë të shumta: konkurrenca, gjendja ekonomike, elasticiteti i ndërmarrjes...

Rreziku që është i brendshëm për çfarëdo investimi, logjikisht duhet të merret parasysh në procesin e vendimmarrjes.

Për këtë pikë literatura teorike është jashtëzakonisht e pasur. Metodatat e propozuara, që përgjithësisht janë të ndërlikuara e të rënda për t'i vënë në zbatim, jo gjithnjë u përgjigjen shqetësimeve operacionale të njerëzve të praktikës, të cilët mjaft shpesh mbajnë qasje më përmbledhëse, si zmadhimi i normës së aktualizimit ose metoda e ekuivalentit të sigurtë.

### 1. METODA E ZMADHIMIT TË NORMËS SË AKTUALIZIMIT DHE E EKVIVALENTIT TË SIGURTË

Këto dy metoda empirike, që përdoren shpesh nga njerëzit e praktikës për shkak se janë më të volitshme, paraqesin njëkohësisht edhe disa kufizime.

Zmadhimi i normës së aktualizimit do të thotë të përfshihet në këtë normë një prim rreziku i përshtatur në funksion të rrezikut të vlerësuar të projektit.

Kjo metodë ka të metën më të madhe, se nëpërmjet zmadhimit të normës penalizon projektet me kohëzgjatje të madhe. Mirëpo projektet afatgjata nuk janë detyrimisht më të rrezikuara sesa të tjerat. Për më tepër, vlerësimi i primit të rrezikut mbetet subjektiv.

Metoda e ekuivalenteve të sigurtat do të thotë këtë herë përshtatja të bëhet jo sipas normës së aktualizimit, por sipas cash flow nëpërmjet një koeficienti përshtatjeje që ndodhet ndërmjet 0 dhe 1. Sa më i madh të jetë rreziku shoqëruar, aq më i dobët është koeficienti.

Për shembull, po të kemi një cash flow prej 10 000, me të cilin lidhet një koeficient prej 0,6 do ta mbajmë për 6 000 në njehsimin e rentabilitetit.

### 2. METODA E PROBABILITETEVE

Kjo metodë do të thotë që të ardhurat e pritshme të shfrytëzimit të shoqërohen me një shpërndarje të probabiliteteve. Me fjalë të tjera, hipotezat e ndryshme të cash flow bëhen probable në funksion të mundësisë së vërtetë për realizimin e tyre. Rentabiliteti mesatar i projektit dhe shpërndarja e tij vlerësohen nëpërmjet shpresës matematike dhe tipit të shmangies; shpërndarja relative e tij nëpërmjet koeficientit të variacionit.



Të marrim një projekt investimi, i cili ka nevojë për një shpenzim fillestar prej 50 000 €; kohëzgjatja e jetës së tij është 3 vjet; norma e aktualizimit e mbajtur është 10 %.

Shpërndarja e probabiliteteve të cash flow të pritshme, duke i hamendësuar që janë të pavarura njëra prej tjetrës, do të jetë si më poshtë:

Viti 1	Viti 1	Viti 2	Viti 2	Viti 3	Viti 3
Probabiliteti	Cash flow	Probabiliteti	Cash flow	Probabiliteti	Cash flow
0,20	17 000	0,20	21 000	0,10	17 000
0,40	18 000	0,30	22 000	0,40	19 000
0,30	20 000	0,30	24 000	0,40	21 000
0,10	24 000	0,20	25 000	0,10	25 000

**a) VAN e shpresës matematike të të ardhurave prej projekteve**

Shpresa matematike, e barabartë me mesataren e ponderuar të cash flow të pritshme, na jepet nga formula:

$$E(x) = \sum_{i=1}^n X_{it} P_{it}$$

ku: E(x): shpresa matematike,

X<sub>it</sub>: ndryshorja e pasigurtë: cash flow që priten në kohën t

P<sub>it</sub>: probabiliteti i lidhur me x në kohën t.

Shpresa matematike e projektit për vitin 1 është e barabartë me:

$$(17\,000 \times 0,2) + (18\,000 \times 0,4) + (20\,000 \times 0,3) + (24\,000 \times 0,1) = 19\,000.$$

Të ardhurat mesatare për vitin A janë 19 000 €.

Për vitin 2 dhe për vitin 3 merren përkatësisht 23 000 dhe 20 200.

VAN e shpresës matematike të projektit është:

$$E(VAN) = -50\,000 + \frac{19\,000}{(1+0,1)^1} + \frac{23\,000}{(1+0,1)^2} + \frac{20\,200}{(1+0,1)^3} = 1\,457,55$$

**b) VAN e tipit të diferencës të të ardhurave të projektit**

Shpresa matematike nuk e përfshin rrezikun. Shmangia tip, e cila mat shpërndarjen e probabiliteteve rreth shpresës matematike, është një tregues i mirë i rrezikut. Sa më e paktë është diferenca tip, aq më pak janë të shpërndara të ardhurat dhe rrjedhimisht, aq më pak rrezik paraqet projekti.

Shmangia tip është e barabartë me rrënjën katrore të variancës dhe jepet nga formula:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N [X_{it} - E_t(X)]^2 P_{it}}$$

ku  $\sigma$  = shmangia tip.

Varianca e projektit për vitin 1 është e barabartë me:

$$[(17\,000 - 19\,000)^2 \times 0,2] + [(18\,000 - 19\,000)^2 \times 0,4] + [(20\,000 - 19\,000)^2 \times 0,3] + [(24\,000 - 19\,000)^2 \times 0,1] = 4\,000\,000$$

prej nga del diferenca tip prej 2 000.

Po për ato vite 2 dhe 3 varianca është përkatësisht prej 2 200 000 dhe 4 160 000 dhe shmangia tip prej 1483 dhe 2 039.

Varianca e VAN të projektit është e barabartë me:

që na jep një diferencë tip të VAN prej 2 675.

**c) Koeficienti i variacionit**

Koeficienti i variacionit, që merret nga raporti ndërmjet shmangies tip dhe shpresës matematike na shpreh shpërndarjen relative të rrezikut. Koeficienti është aq më i vogël, sa është më e vogël diferenca tip, dhe shpresa matematike të jetë e madhe. Prej këndeje, sa më i dobët të jetë koeficienti i varia-

cionit, aq më pak projekti paraqet rrezik. Prandaj është mjaft i dobishëm për krahasimin e projekteve konkurruese.

$$CV = \frac{\sigma(VAN)}{E(VAN)} = \frac{2675}{1457} = 1,84$$

Vështirësia e metodës së probabiliteteve vjen nga përcaktimi i probabiliteteve që u vishen të ardhurave të pritshme.

### 3. METODA E SIMULIMIT PROBABILIST

Kjo metodë e përcakton rentabilitetin duke u nisur nga një model simulimi, në të cilin një shpërndarje e probabiliteteve u vishet gjithë parametrevë të vendimit.

D.B. Hertz i pari ka paraqitur një model simulimi për të studiuar rentabilitetin dhe ndjeshmërinë e një projekti investimi.<sup>1</sup>

Modeli i tij përmban një varg etapash:

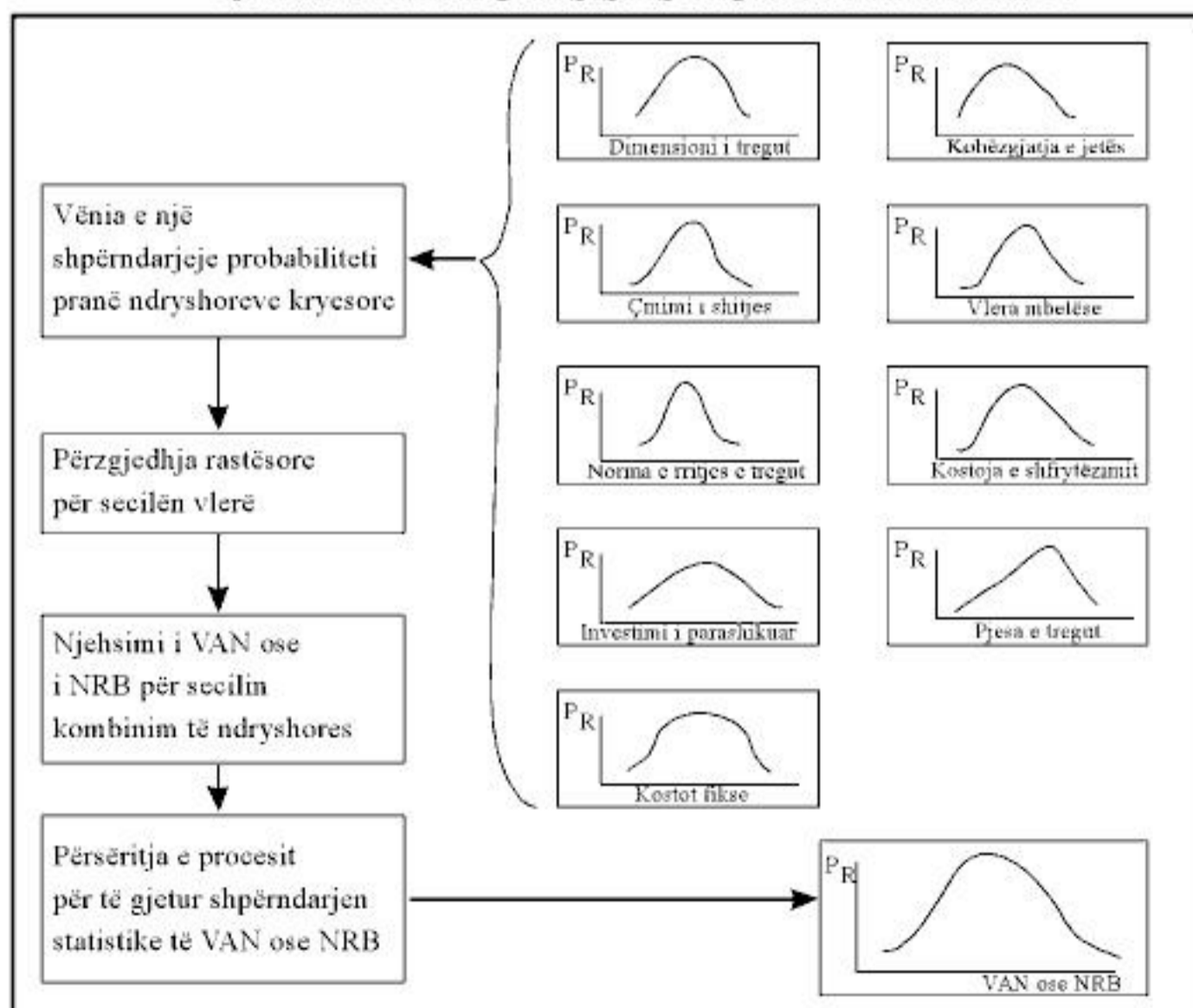
- përcaktimi i ndryshoreve kryesore që mund të influencojnë mbi rentabilitetin e projektit. Modeli i HERTZ-it përmban 9: dimensionin e tregut, çmimi i shitjes, norma e rritjes e tregut, pjesa e tregut, investimi i parashikuar, vlera mbetëse e investimit, kostoja e shfrytëzimit, kostot fikse, kohëzgjatja e jetës së dobishme të instalimeve.

- caktimi për çdo parametër i një shpërndarjeje të probabiliteteve.

- përzgjedhja e rastit (e nganjëherë për këtë përdoret emri i simulimit Monte Karlo) të një vlere për secilën prej 9 ndryshoreve, pastaj njehsimi i kriterit të rentabilitetit të mbajtur (VAN ose NRB). Ky operacion ripërsëritet derisa të merret një paraqitje statistike e kënaqshme për treguesin e rentabilitetit, duke u nisur nga i cili do të njehsohen shpresa matematike, shmangia tip dhe koeficienti i variacionit.

Metoda e simulimit probabilist megjithatë ka të metën se është e rëndë për ta vënë në veprim.

#### SKEMA E METODËS SË SIMULIMIT E HERTZ-IT



<sup>1</sup> D.B. Hertz, "Risk Analysis in Capital Investment", *Harvard Business Review*, janar-shkurt 1964.

#### 4. METODA E DRURËVE TË VENDIMIT

Sidomos në fushën e investimeve vendimet nuk shtrohen kurdoherë vetëm nga pikëpamja e zgjedhjes, por nganjëherë kërkojnë edhe të shqyrtohen vijimësitë e vendimeve të mundshme, që kushtëzohen nga vendime të marra më parë.

Druri i vendimeve është një diagram, i cili i bën të dukshme dhe i probabilizon kombinimet e ndryshme të mundshme të vendimeve pasuese.

Shembulli që sillet përgjithësisht për ta ilustruar këtë teknikë është ai i një shoqërie, e cila është në prag të hedhjes së një produkti të ri. Drejtoria atëherë shtron pyetjen sesa e përshtatshme është që për fabrikimin e këtij produkti të ndërtohet qoftë një uzinë e madhe, qoftë një uzinë mesatare. Nëse zgjedhja është për uzinën mesatare, përsëri do të jetë e mundur që ajo të zmadhohet brenda dy vjetësh, nëse kërkesa do të jetë e madhe. Por kostoja e përgjithshme do të jetë më e lartë sesa e uzinës së madhe dhe uzina do të jetë më pak racionale.

Kostoja për investimin që të ndërtohet uzina e madhe le të jetë 1 000, i asaj të mesme le të jetë 600. Kostoja e zgjerimit vlerësohet te 500.

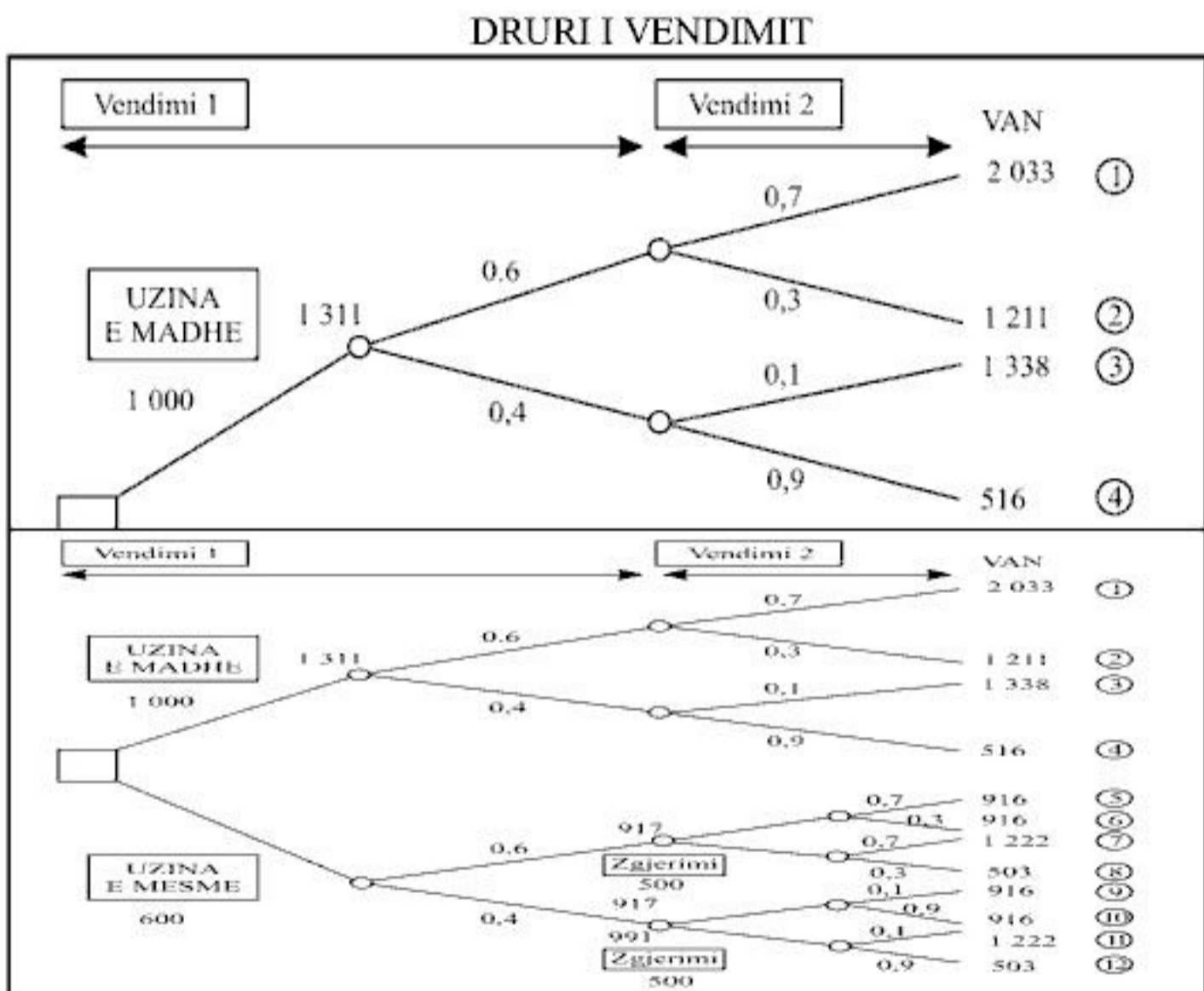
Parashikimet e shitjes përmbajnë dy hipoteza: shitjet do të jenë ose të forta (R), ose mesatare (M). Ka 60% shans që kërkesa të jetë e fortë gjatë dy vjetëve të parë dhe në këtë rast 70% shans që të mbetet e tillë edhe në vitet pasuese.

Për hipotezën që kërkesa do të jetë mesatare gjatë dy vjetëve të parë, ka 90% shanse që të mbetet edhe pastaj.

Të ardhurat do të jenë 800, nëse kërkesa është e fortë, dhe 400, nëse është mesatare. Do të jenë 750 nëse kërkesa është e fortë pas zgjerimit të uzinës mesatare.

Horizonti i analizës përfshin 5 vjet: norma e aktualizimit prej 10%.

Vendimet e ndryshme të mundshme janë paraqitur nga druri i vendimit.



Etapa e parë është të njehsohet VAN për secilin skaj të drurit.

- VAN e degës më të lartë (pika 1) i përgjigjet vendimit për të ndërtuar një uzinë të madhe, hipotezë që bëhet kur kërkesa mbetet e fortë për tërësinë e periudhës.

Investimi është 1 000, të ardhurat janë 800 në vit.



$$VAN(1) = -1000 \sum_{t=1}^5 \frac{800}{(1,1)^t} = 2033$$

- Van në pikën 7 i përgjigjet vendimit për të ndërtuar një uzinë mesatare, të pasuar nga zgjerimi i saj; kërkesa supozohet se ka qenë e fortë. Investimi në fillim është 600, pastaj 500. Flukset e të ardhurave gjatë periudhës së parë janë 400, pastaj 750 gjatë së dytës.

$$VAN(7) = -600 = -\frac{500}{(1,1)^2} + \frac{400}{(1,1)} + \frac{400}{(1,1)^2} + \frac{750}{(1,1)^3} + \frac{750}{(1,1)^4} + \frac{750}{(1,1)^5} = 1222$$

- Pika 5 i përgjigjet një uzine mesatare, me kërkesë mesatare

$$VAN(1) = -600 \sum_{t=1}^5 \frac{400}{(1,1)^t} = 916$$

UZINAEMADHE	INVESTIMI		TË ARDHURAT					VAN
	Vendimi 1	Vendimi 2	viti 1	viti 2	viti 3	viti 4	viti 5	
Pika 1	-1000	0	800	800	800	800	800	2033
Pika 2	-1000	0	800	800	400	400	400	1211
Pika 3	-1000	0	400	400	800	800	800	1338
Pika 4	-1000	0	400	400	400	400	400	516
UZINAMESATARE								
Pika 5	-600	0	400	400	400	400	400	916
Pika 6	-600	0	400	400	400	400	400	916
Pika 7	-600	-500	400	400	750	750	750	1222
Pika 8	-600	-500	400	400	750	750	750	503
Pika 9	-600	0	400	400	400	400	400	916
Pika 10	-600	0	400	400	400	400	400	916
Pika 11	-600	-500	400	400	750	750	750	1222
Pika 12	-600	-500	400	400	400	400	400	503

Pastaj njehsohet për secilën pikë të vendimit shpresa matematike e VAN.

- VAN e shpresuar e ndërtimit të zgjerimit është e barabartë me:

$$(1222 \times 0,7) + (503 \times 0,3) = 1006$$

- E vendimit për të mos e ndërtuar zgjerimin është:

$$(916 \times 0,7) + (916 \times 0,3) = 916$$

Meqë në fillim është marrë opsioni për të ndërtuar një uzinë të mesme dhe nëse koniunktura është e përshtatshme, do të parapëlqejë që të ndërtohet zgjerimi.

VAN e dëshiruar për ndërtimin që në fillim të një uzine të madhe është baras me:

$$2033(0,6 \times 0,7) + 1211(0,6 \times 0,3) + 1338(0,4 \times 0,1) + 516(0,4 \times 0,9) = 1311$$

VAN e dëshiruar për ndërtimin që në fillim të një uzine mesatare, ndjekur më pas nga zgjerimi, është baras me 834.

Zgjidhja më e leverdishme, nëse koniunktura është e favorshme, është për të ndërtuar një uzinë të madhe që në fillim.

## 5. OPSIONET REALE DHE ZGJEDHJA E INVESTIMEVE

Metodat tradicionale të zgjedhjes së investimeve mbështeten te hipoteza se vendimi i investimit është i pakthyesëm: pasi është marrë vendimi për të investuar, investimi kryhet.

Në praktikë shumë shpesh sipërmarrësit dhe drejtuesit e ndërmarrjeve nuk kënaqen që të pësojnë rreziqe. Nëse në momentin kur do të kryhet

investimi, të cilin e kanë vendosur, ata marrin informata të reja që i ndryshojnë perspektivat për rentabilitet, ata nuk do të ngurrojnë, nëse ende ka mbetur mundësia, që ta ndryshojnë projektin e tyre. Atëherë ata mund të vendosin ta braktisin, të kalojnë, ta zvogëlojnë, ta zmadhojnë.

Ky elasticitet për projektin e investimeve përbën një opion real. Në të vërtetë opsioni cilësohet real për ta dalluar nga opsionet financiare, aktivi i poshtëngjitur i të cilave është aktiv financiar, dhe që janë të bisedueshme në treg, gjë që nuk ndodh kështu me opsionet reale.

Mbajtësi i një opsioni real zotëron të drejtën, por jo detyrimin, për ta ndryshuar projektin e investimit për arsye të perspektivave të reja të rentabilitetit në një farë afatpagesë (opsion që quhet european) ose deri te një farë afatpagesë (opsion i quajtur amerikan).

Një shembull i parë do të na mundësojë ta nxjerrim në dukje këtë koncept.

Le të kemi një projekt investimi për ndërtimin e një uzine të re për madhësinë 100. Kërkesa për këtë nivel produkti megjithatë është e pasigurtë: ka probabilitet prej 50 % që kërkesa të rritet dhe një probabilitet prej 50% që të jetë e dobët. Në rastin kur kërkesa është e lartë, cash flow vjetor do të jetë 15, kurse 1, nëse kërkesa është e dobët. Projekti është i përhershëm dhe norma e aktualizimit është 10 %.

• Nëse projekti është i tipit: tashti o kurrë, VAN e projektit është si më poshtë:

- shpresa për cash flow nëse kërkesa është e lartë:  $\frac{15}{0,1} = 150$  me një

probabilitet prej 50 %.

- shpresa për cash flow nëse kërkesa është e dobët:  $\frac{1}{0,1} = 10$  me një

probabilitet prej 50 %.

Shpresa për cash flow e projektit është:  $150 \times 0,5 + 10 \times 0,5 = 80$

VAN e projektit është negative:  $100 - 80 = -20$ , projekti duhet hedhur poshtë.

• Të përfytyrojmë tashti se do të jetë e mundshme ta shtyjmë projektin për një vit me kusht që të realizohet që tani një "site pilot", i cili mundëson të pozicionohesh në treg. Realizimi i uzinës për një vit do të kushtojë 110; probabilitetet e suksesit mbeten të pandryshuara. Do të supozojmë se projekti pilot na jep një cash flow konstant prej 1 pas vitit të parë (nëse kërkesa është e dobët, njësia pilot do të mjaftonte).

VAN e projektit në këtë konfigurim është:

$$(150 - 10) 0,5 + (10 - 0) 0,5 - 10 = 15$$

VAN është pozitive këtë radhë dhe projekti duhet të realizohet.

Shpenzimi për 10 vjet i projektit pilot përbën një opion, i cili jep mundësinë për të realizuar një investim brenda një viti, nëse kërkesa është e lartë, dhe nuk do të bëhet, nëse kërkesa është e dobët. Aktivi poshtëngjitur përfaqësohet nga vijimësia e cash flow të pritshme prej projektit, domethënë 80 sot dhe 150 ose 10 pas një viti.

Projektet e investimit shpesh përmbajnë opsione reale. Për t'i përfshirë opsionet reale, një projekt duhet të zotërojë kërkesat e mëposhtme:

- **Pasiguria:** cash flow duhet të jenë të pasigurta. Një vijimësi e cash flow, e njohur me siguri nuk mund të jetë burim opsioni. Nëse ka pasiguri, mbajtësi i opsionit mund të nxjerrë fitim nga evoluimet e leverdishme dhe do të shmangë rrethanat e pafavorshme.

- **Pakthyeshmëria e projektit:** ky kusht përgjithësisht përmbushet, sepse investimet e ndërmarrjeve shumë shpesh janë të veçanta për atë ndërmarrje ose për degën e saj. Kështu, në rast përmbysjeje të tregut, do të jetë pothuaj e pamundshme që t'u rishiten pajisjet ndërmarrjeve të tjera, sepse



edhe ato pësojnë të njëjtat shtrëngesa. Opsioni do të mundësojë të shmangen situatat e pafavorshme.

Nëse investimi nuk është i pakthyeshëm, sipërmarrësi e rikuperon me lehtësi vënien e vet në rast të perspektivave të pafavorshme; atëherë nuk ka ndonjë opsion.

- **Një farë elasticiteti**, i cili i jep sipërmarrësit mundësinë për të nxjerrë fitim nga rastet dhe të shmangë rreziqet. Në afatpagesë sipërmarrësi duhet ta ndryshojë thelbësisht projektin, në funksion të informacioneve të reja që ka marrë për tregun, konkurrencën, evoluimin e çmimeve... Nëse ai nuk mund ta ndryshojë projektin në afatpagesë, ai nuk do të ketë opsion.

Opsioni nënkupton detyrimisht që bashkë me rrjedhjen e kohës ndërmarrja përfiton prej shtimit të informacionit, i cili e pakëson rrezikun e saj të ardhshëm.

Ekzistojnë shumë tipa të opsioneve reale, disa prej tyre janë dhënë si ilustrime.<sup>1</sup>

### 5.1. OPSIONI I KALIMIT

Le të kemi një projekt investimi që zotëron karakteristikat e mëposhtme:

- madhësia e investimit 700.
- kërkesa aktualisht është e pasigurtë: pas një viti mundet ose të rritet me probabilitet 50 %, ose të dobësohet me probabilitet 50 %.

- nëse kërkesa ngrihet, cash flow do të jenë 150 në vit, nëse është e dobët, cash flow do të jenë 50. Cash flow janë të përhershme.

- projekti mund të realizohet tashti ose pas një viti.
- norma e aktualizimit është prej 10 %.

Shpresa e cash flow, nëse kërkesa është e lartë, është  $\frac{150}{0,1} = 1500$

me një probabilitet prej 50 %, ndërsa  $\frac{50}{0,1}$  nëse kërkesa është e dobët.

Vlera aktuale e cash flow të pritshme prej projektit është:

$$VA = 1500 \times 0,5 + 500 \times 0,5 = 1000.$$

VAN e projektit është pozitive. Ajo është e barabartë me  $1000 - 700 = 300$ .

Mbi bazën e kriterit të VAN, investimi duhet të realizohet tashti.

Ky vendim megjithatë na çon te mosmarrja parasysh e opsionit të përmbajtur në projekt.

Në të vërtetë, shpresa për pay-off të opsionit është:

$$(1500 - 700) \times 0,50 + 0 \times 0,50 = 400$$

Vlera e aktualizuar e opsionit për ta vonuar projektin një vit është

$$\frac{400}{1,1} = 364$$

364 është vlera e opsionit real, karakteristikat e të cilit janë si më poshtë:

- çmimi i ushtrimit: madhësia e investimit (700)
- aktivi poshtëngjitur është kronika e cash flow, vlera aktuale e të cilave është 1 000 dhe në një vit 1500 ose 500
- afatpagesa është për një vit.

<sup>1</sup> Shih GOFFIN R., *Principes de Finance Moderne. Bot. i 2-të. Economica, Paris 1999.*



Kriteri klasik i VAN do të arrinte në përfundimin që të realizohej investimi tashti, në atë shkallë që VAN është pozitive: 300. Ky vendim kërkon braktisjen e opsionit 364. Po të përfshihet vlera e opsionit real në njehsimin, të çon te një përfundim i përkundërt. Hyrja mbetet e pandryshuar te 1000, por shpenzimi nuk kufizohet më vetëm te madhësia e investimit prej 700, sepse duhet shtuar kostoja e mundësisë së humbjes së opsionit 364. Kostoja e përgjithshme e projektit ose "full cost" vete kështu te  $700 + 364 = 1064$  për një hyrje prej 1000. VAN e projektit për një realizim të menjëhershëm atëherë është negative.

Po të mos përfillet vlera e opsioneve reale të përfshira në disa projekte investimi, kjo mund të çojë te vendime të gabuara. Njehsimi duhet të përfshijë si VAN, ashtu edhe vlerën e opsioneve. Pikërisht këtë disa autorë e quajnë Vlera Aktuale Neto e Përshtatur.

### 5.2. OPSIONI I RRIJES I PËRGJIGJET SHEMBULLIT TONË TË PARË

Nuk dihet nëse për një afatpagesë të ardhshme, për shembull, një vit, kërkesa për një produkt të ri do të jetë e fortë apo e dobët.

Problemi është që të vendoset, nëse që tashti duhet dotuar një kapacitet i madh prodhimi (një uzinë e madhe), apo në fillim një kapacitet i vogël prodhimi (uzinë e vogël), duke nënkuptuar që kjo njësi e vogël është kushti për të mundur të realizohet një uzinë më e madhe në afatpagesë, nëse kërkesa do të jetë e fortë.

### 5.3. OPSIONI PËR TË NISUR NJË PROJEKT

Është një rast mjaft i shpeshtë, e konkretisht në K dhe ZH.

Grupi farmaceutik MERCK është i njohur për përdorimin e teorisë së opsioneve reale për të vlerësuar zgjedhjet e veta për investime në K dhe ZH. Projektet e K dhe ZH vlerësohen me modelin e Blekut e Skoulzit, duke pasur parametrat e mëposhtëm:

- kohëzgjatja është ajo e K dhe ZH për të ardhur te një rezultat (sukses ose dështim).
- çmimi i ushtrimit përfaqëson madhësinë e investimit që duhet realizuar në afatpagesë të opsionit (nëse projekti i K dhe ZH del me sukses).
- vlera e aktivitetit poshtëngjitur përbëhet nga vlera aktuale e cash flow në rast suksesi.
- avullueshmëria e projektit gjendet me përafrim, duke e mbajtur avullueshmërinë e rentabiliteteve të një paneli aksionesh të sektorit të bioteknologjive (arrihet te një avullueshmëri nga 40 deri te 60 %).
- norma pa rrezik është ajo e Bonove të thesarit SHBA për atë periudhë.

### 5.4. OPSIONI PËR TA SHTYRË REALIZIMIN E PROJEKTIT

Ta zëmë se një autor i suksesshëm po gatitet të botojë një roman të ri. Një producent qysh tani i ble të drejtat e përshtatjes së librit për një film. Nëse romani do të dalë bestseller, filmi do të bëhet; në rastin e kundërt, filmi nuk do të bëhet.

### 5.5. OPSIONI I BRAKTISJES

Një sipërmarrës i hyn sot një projekti të rrezikuar. Pas një viti do të merret vesh nëse projekti ka pasur sukses ose ka dështuar. Në rast suksesi, veprimtaria me siguri që do të mbahet, përndryshe do të shitet. Projekti përfshin një opsion real, i cili në rastin e dhënë është një opsion shitjeje.

Teoria e opsioneve reale e ka përtërirë zgjedhjen e investimeve të ndërmarrjeve. Ajo ka mundësuar të vlerësohet elasticiteti i projekteve të investimeve, të cilin kriteret klasike, konkretisht VAN, nuk e merrnin parasysh.

Megjithatë nuk duhet të nënvleftësohet vështirësia e përdorimit të opsioneve reale, të cilat mbeten një mjet njaft më i ndërlikuar e më delikat në përdorim, sesa kriteret tradicionale.





## KREU 11

### RRITJA E JASHTME: SHKRIRJET DHE BLERJET

Rritja e jashtme, si alternativë kundrejt rritjes së brendshme, përbën një mjet tjetër për të rritur potencialin industrial dhe tregtar të ndërmarrjeve, duke blerë ose duke u grupuar me shoqëri të tjera.

Pas viteve të rritjes, numri i shkrirjeve dhe i blerjeve është pakësuar me 50 % në vitin 2001 prej 1744 miliardë dollarësh (1958 miliardë euro), prej të cilave 551,5 miliardë për Europën. Rënia e vlerës në bursë e shoqërive të sektorit të telekomunikacioneve dhe teknologjia e lartë kanë dhënë ndihmesë për zvogëlimin e vëllimit të operacioneve të shkrirjeve e të blerjeve. Lëvizja ka vijuar në vitin 2003, kur madhësia e transaksioneve ka qenë më e ulët sesa ajo në vitin 2002.

Sipas revistës *Fusions et Acquisitions*, të tria transaksionet kryesore të kryera më 2003 në Francë kanë qenë blerja e *Crédit Lyonnais* nga *Crédit Agricole* (19,8 miliardë euro), vajtja e *Eulia CDC Ixis* te *Arkat e Kursimit* (16,7 miliardë euro) dhe cedimi i *Vivendi Universal Entertainment* zinxhirit të televizionit amerikan *NBC* (11,9 miliardë euro). *Goldman Sachs* ka dalë në krye të listës së të kurorëzuarve prej këshillave të bankave me 15 transaksione për madhësinë e përgjithshme prej 44 338 milionë euro përpara *Rotschild & Cie* (44 operacione për një total prej 38 857 milionë euro). Pastaj vijnë *JP Morgan*, *Morgan Stanley* dhe *Citigroup*.

Kohëzgjatja mesatare për të përfunduar një transaksion është zgjatur. Sipas *Price Waterhouse Cooper*, tashmë i ka kaluar 36 ditë mesatarisht më 1966 për të arritur te 4 muaj më 2000 në Europë dhe nga 20 ditë te 5 muaj në Shtetet e Bashkuara. Vonesat e përfundimit të një operacioni nuk kanë pushuar së shtuari, deri te 4 muaj shtojcë mesatarisht. Në një mjedis të vështirë, bisedimet për çmimet janë të zgjatura, klauzolat e posaçme kanë prirje që të shumëfishohen. Forcimi i shtrëngesave juridike, e drejta mjedisore ose çështjet e pronësisë intelektuale kanë bërë të detyrueshme auditime më të ndërlikuara. Për më tepër, legjislacioni mbi kontrollin e përqendrimeve e bën të detyrueshme që drejtorja e përgjithshme të njoftohet për konkurrencën e çfarëdo bashkimi, që përfshin të paktën dy shoqëri, të cilat realizojnë 50 milion euro si shifër xhiroje.

Është shtuar vigjilenca e autoriteteve të konkurrencës dhe kjo ka ndihmuar për zgjatjen e vonesave. Kështu shkrirja e siderurgjistëve francezë (*Usinor*), luksemburgas (*Arbed*) dhe spanjollë (*Aceralia*) kishte nisur afër një vit më parë. Komisioni i Brukselit gjithashtu e ka penguar bashkimin e *General Electric* me *Honeywell*, të *Schneider-it* me *Legrand* dhe të *Sidel-it* me *Tetra Laval-in*.

Sipas *BIPE* një grupim prej dy firmash vë në veprim ndërmarrje të po atij vendi, prandaj ideja ka qenë që të krijohen kampionë kombëtarë të aftë për të rivalizuar me konkurrencën ndërkombëtare. Kjo ka qenë logjika e grupeve të *TotalFina* me *ELF*, të *Aérospatiale* me *Matra*, të *Carrefour* me *Promodès*, të *BNP* me *Paribas*, të *Crédit Agricole* me *Crédit Lyonnais*. Ndërtimi i një kampioni kombëtar është edhe një mjet për t'u mbrojtur kundrejt grupeve kundërshtarë: shkrirja *Carrefour-Promodès* iu kundërvu në të një-

jtën kohë ambicieve europiane të gjigantit amerikan të shpërndarjes Wall Mart, e po ashtu, oferta e Sanofi-Synthelabo për Aventisin synonte të krijonte një grup farmaceutik francez. Me hyrjen e euros po ashtu janë favorizuar përqendrimet ndërmjet ndërmarrjeve europiane për të krijuar kampionë europianë me të njëjtën aftësi konkurruese të ndërmarrjeve të mëdha amerikane në veçanti. Kështu, në fushën e shkencave të jetës, shkrirja e Rhône-Poulenc dhe Hoechst (për të formuar Aventis), ose në fushën e duhanit Seita dhe Tabacalera (Altadis) ose edhe Aerospatiale-Matra me Dasa (EADS) dhe Arcelor.

Në mënyrë paradoksale, të gjitha studimet megjithatë na tregojnë se në 2 raste të sigurta ndër 3, grupimet nuk sjellin rezultatet e llogaritura. Në një rast ndër dy ato madje e prishin vlerën.<sup>1</sup> Shkaku kryesor i dështimit vjen nga faktori njerëzor: shkrirja e veprimtarive është gjithashtu shkrirje e njerëzve, e ekipeve dhe e kulturave. Një shkak tjetër i rëndësishëm i dështimit është pamjaftueshmëria e projekteve strategjike. Kështu, ka shkrirje që përlijen më shumë nga kursimi i kostove të lidhura me pakësimin e efektivave, por pa perspektiva të vërteta strategjike.

Tradicionalisht dallohet integrimi horizontal, nëpërmjet grupimit në gjirin e po asaj dege të veprimtarisë (si shembull: nafta, bankat, farmacitë, telekomunikimet), integrimi vertikal në gjirin e po të njëjtit degëzim qoftë në rrjedhën lart drejt burimeve të furnizimit, qoftë në rrjedhën teposhtë drejt klientit fundor, dhe përqendrimi në konglomerat, një formë mbizotëruese në vitet 60-70, që tashmë është e rrallë për shkak të ripërqendrimit të “core business”.

Seksioni I	: Tipologjia dhe modalitetet e blerjes e të marrjes së kontrollit
Seksioni II	: Vlerësimi i ndërmarrjeve.
Seksioni III	: Operacionet me efektin e levës: LBO.
Seksioni IV	: Konsolidimi i llogarive.

<sup>1</sup> Shih për shembull: *The Sinergy Trap de Mark SIROVER, Free Press.*



# SEKSIONI I: TIPOLOGJIA DHE MODALITETET E OPERACIONEVE TË BLERJES E TË MARRJES SË KONTROLLIT

Tradicionalisht dallohen operacionet e blerjes dhe marrja nën kontroll në bursë, prej operacioneve që ndërhyjnë jashtë bursës.

Vetëm ato që kanë të bëjnë me shoqëri të kuotuar në bursë i nënshtrohen një rregulloreje të saktë, të përcaktuar prej ligjit të 2 gushtit 1989, që quhet “ligji për transparencën dhe sigurinë e tregjeve”, i saktësuar më tej prej rregulloreve të COB dhe të CBV (CBV është zëvendësuar me Këshillin e Tregjeve Financiare).

COB dhe CMF përbënin autoritetet e ngarkuara me mbikëqyrjen e respektimit të rregulloreve dhe me sanksionimin e shkeljeve deri kur u krijua AMF.

Autoriteti i Tregjeve Financiare (AMF) është krijuar me ligjin e sigurisë financiare, të votuar më 17 korrik 2003. Ligji u shoqërua edhe me dy akte të tjera, me krijimin e Këshillit të Lartë të Komisarariatit të Llogarive, të caktuar për të forcuar kontrollin ligjor të llogarive dhe për të përmirësuar sigurinë e njerëzve që kanë depozituar kursime dhe të të siguruarve. Sipas ligjit u shkri në COB, CMF dhe këshilli i disiplinës së menaxhimit (CDGF) për të krijuar një rregullator unik, AMF, të pajisur me personalitetin moral dhe me autonomi financiare. AMF-së i janë caktuar tre misione: mbrojtja e kursimeve, informimi i investuesve dhe funksionimi i mirë i tregjeve. Ajo ka një kolegji prej 16 anëtarësh dhe një kryetar të emëruar me dekret të presidentit të Republikës. Aftësia e saj për sanksione është forcuar duke ngritur një komision sanksionesh, të përbërë prej 12 anëtarësh. AMF-ja është po ashtu e ngarkuar të përcaktojë kushtet e ushtrimit të veprimtarisë së analistëve.

Operacionet që kryhen në bursë janë grumbullimi i titujve në bursë, marrja e një blloku kontrolli, OPB ose OPK; operacionet jashtë bursës janë shkrirjet dhe prurjet e pjesshme të aktiveve.

## 1. GRUMBULLIMI I TITUJVE NË BURSE

Grumbullimi i titujve në bursë është thjesht blerja drejtpërdrejt në bursë e titujve të shoqërisë së synuar. Teknika është e thjeshtë: mjafton t’i jepet një urdhër agentit të këmbimeve që të blerë një sasi të caktuar titujsh. Në vështrim të parë kjo ka edhe përparësinë, se veprimi mbetet i fshehur. Detyrimi që të deklarojë kapërcimin e pragut ka bërë që ai ta humbasë mjaft interesin e tij, deri në atë pikë sa pothuaj nuk përdoret më veçse në fazat e afrimit. Një blerës, person moral ose person fizik, qysh kur e kapërcen pragun me 5, 10, 20, 33 1/3, 50 dhe 66 2/3 % të kapitalit të një shoqërie është i detyruar të informojë në treg. Këto pragje marrin parasysh edhe titujt që mbahen me marrëveshje, domethënë nga të tretë të lidhur me blerësin. Veç kësaj, blerësi i më shumë sesa 20 % të kapitalit të një shoqërie duhet të bëjë një deklaratë të qëllimit në AMF.



Grumbullim i bursës nga ana tjetër ka të metën, se është i gjatë, nganjëherë i kushtueshëm dhe është i mundshëm vetëm për shoqëritë, kapitali i të cilave është mjaft i shpërndarë: është i gjatë, nëse synohet që të mos zbulohet dhe të shmanget një ndezje e kurseve, ose të rrezikohet që të ndodhë një reaksion për shoqërinë e synuar; nganjëherë edhe i kushtueshëm, sepse blerësi nuk e ka në dorë çmimin; së fundi, titulli duhet të lërë vend të mjaftueshëm për transaksione.

## 2. MARRJA E NJË BLOKU KONTROLLI

Kjo teknikë do të thotë të merret nën kontroll një shoqëri, duke e biseduar drejtpërdrejt me njërin (ose me disa) aksioner (aksionerë) që ka (kanë) në dorë paketa kryesore aksionesh për t'i ceduar titujt. Kjo metodë është e mundshme vetëm nëse kapitali i shoqërisë së dëshiruar është mjaft i përqendruar.

Pasi marrëveshja ndërmjet blerësit dhe shitësit është arritur, palët vazhdojnë me "aplikimin", duke dhënë njëkohësisht një urdhër blerjeje dhe një urdhër shitjeje, që përmban të njëjtën sasi titujsh me të njëjtin çmim. Rregullorja, me qëllim që të sigurohet barazia e trajtimit ndërmjet aksionerëve, e bën të detyrueshëm informimin dhe zotimin që të mbahet kursi.

Blerësi duhet të kërkojë mendimin e AFM-së, duke saktësuar modalitetet e transaksionit: sasinë e titujve, çmimin e cedimit, identitetin e palëve, datën ...

Veç kësaj, blerësi po ashtu duhet të zotohet që të blerë me kursin e bllokut të kontrollit gjithë titujt, të cilët do t'i paraqiten gjatë të paktën 15 seancave të bursës. Kjo shtrëngesë sjell një farë pasigurie lidhur me koston e përgjithshme të transaksionit.

## 3. OFERTA PUBLIKE PËR BLERJEN DHE OFERTA PUBLIKE PËR KËMBIM. (OFERTAT PUBLIKE TË BLERJES).

OPB-ja është operacioni, nëpërmjet të cilit një shoqëri informon publikisht aksionerët e shoqërisë që synohet, se ka ndër mend të blerë titujt e tyre me një çmim të caktuar gjatë një periudhe të kufizuar, me qëllim që ta marrë nën kontroll ose të marrë pjesë.

Rregulli për OPB-të është me para në dorë; ai për OPK-të është kundrejt titujve: aksioneve ose obligacioneve.

OPB-ja është mbi baza miqësore që kur nis, pas bisedimeve me drejtuesit e shoqërisë së synuar; ajo bëhet armiqësore kur synon marrjen nën kontroll pa pëlqimin e tyre. OPB është e detyrueshme në rast se kapërcehet pragu prej 33,33 % të kapitalit ose të drejtave të votës.

### 3.1. SHITJELLIMI I NJË OPB

#### 3.1.1. PROCEDURA NORMALE

Procedura normale zbatohet për tërësinë e ofertave publike, me përjashtim të rastit kur AMF lejon zbatimin e procedurës së thjeshtuar. Rregullorja e re e ka hequr ofertën që bëhej për 2/3 e kapitalit dhe ka pranuar OPB për 100% të kapitalit të shoqërisë së synuar, në përputhje me projektin e direktivës nr. 13 europiane.

Projektet OPB duhet të depozitohen në AMF nëpërmjet një institucioni bankar. AMF ka në dorë 5 ditë për t'u shprehur mbi pranueshmërinë e ofertës. Dosja përkatëse duhet të saktësojë objektivin e synuar nga nismëtari,

numrin minimum të titujve, poshtë të cilit ai ruan të drejtën të mos e japë ofertën, çmimin ose paritetin e këmbimit. Çmimi përcaktohet prej nismëtarit dhe për t'i nxitur aksionerët që t'i cedojnë titujt e tyre, ai është më i lartë sesa kursi në bursë.

Në rast se pranohet, AMF-ja boton një njoftim për depozitën, atëherë kuotimi i titujve të shoqërisë për të cilën bëhet fjalë pezullohet. Hapja e ofertës është objekt publikimi nga AMF, aksionerët kanë të drejtën e një vonese prej 25 ditësh të bursës për të përcjellë porositë e tyre.

Njëkohësisht banka paraqet një projekt shënimi informues për AMF-në, si dhe një numër titujsh të shoqërisë së synuar që tashmë mbahen, modalitetet e financimit të operacionit dhe perspektivat e evoluimit të shoqërisë së synuar pas blerjes. AMF-ja ka të drejtën e një vonese prej 5 ditësh për të shqyrtuar projektin dhe për të dhënë mendimin e saj.

Ofertat konkurruese mund të depozitohen të paktën 5 ditë burse përpara datës së mbylljes së ofertës së mëparshme. Ato duhet të përmbajnë një ngritje të paktën prej 2 %. Nismëtari i një oferte të mëparshme duhet të përcaktojë të paktën 5 ditë para mbylljes së ofertës konkurruese, nëse u përmbahet pozicioneve të veta fillestare, a heq dorë, a e ndryshon ofertën e vet fillestare apo e shtrenjton. Në mbyllje të ofertës, titujt e paraqitur për ofertë zbriten dhe pastaj AMF-ja boton rezultatin.

### 3.1.2. PROCEDURA E THJESHTUAR

Është e mundur të zbatohet procedura e thjeshtuar për një numër të kufizuar rastesh, ndër të cilat:

- një ofertë e kufizuar për një pjesëmarrje më e shumta e barabartë me 10% të titujve të shoqërisë së synuar, duke mbajtur parasysh titujt tashmë të marrë,
- një ofertë e bërë prej një aksioneri, që mban të paktën gjysmën e kapitalit të shoqërisë,
- një ofertë riblerjeje të aksioneve të veta prej një shoqërie që ka ndër mend anulimin e tyre,
- një ofertë për këmbim titujsh kreditimi, që nuk jep mundësi për të hyrë në kapital, kundrejt titujve të kapitalit ose që jep mundësi për të hyrë në kapital.

Procedura është më e thjeshtë dhe kalendari i veprimeve më i shkurtër, sesa për një ofertë normale (10 ditë të bursës për një Ofertë Blerjeje, 15 ditë për një Ofertë Këmbimi).

### 3.1.3. OFERTA PUBLIKE E TËRHEQJES (OPT)

Procedura për OPT, që është krijuar më 1989, është me nismën e aksionerit i cili ka shumicën (që mban mbi 95 % të kapitalit), ose të aksionerit që ka pakicën (që mban më pak sesa 5 % të kapitalit). Ajo ka të mirën se shmang copëzimin e tërësisë së aksionerëve dhe mundëson që aksioneri me pakicë të tërhiqet.

## 3.2. MBROJTJET KUNDËR-OPB

Ndërmarrjet shqetësohen në rastin e rreziqeve të OPB-ve armiqësore dhe prandaj janë detyruar të përpunojnë paraqitje për të zvogëluar, ose të paktën për të kufizuar rreziqet e sulmeve.

Mjetet e mbrojtjes, që gjithnjë e më shumë po shtohen e po stërhollohen, mund të vihen në veprim përpara nisjes së punës për një OPB dhe në këtë rast janë si të shumta në numër, edhe të frytshme; por mund të nisin gjatë OPB-së dhe atëherë janë edhe më të kufizuara, edhe më pak të frytshme.



### 3.2.1. MJETET E MBROJTJES PARANDALUESE

Vija e parë e mbrotjes është parandalimi. Për t'u parapërgatitur nga tradhtitë në rastin e OPB-së, shoqëritë kanë gjithë leverdinë nëse i trajtojnë mirë aksionerët e vet dhe drejtuesit e tyre.

Një politikë informimi dhe komunikimi, e konceptuar mirë, një shpërndarje e dividendeve në mënyrë të mjaftueshme bujarisht do të ndihmonin shumë për ta bërë tërësinë e aksionerëve që të kishin besim. Puna nuk duhet të shpërfillë drejtuesit, të cilët mund të jenë të ngatërruar në kapital, për shembull, nëpërmjet opsioneve të bursës.

Mjetet e tjera të mbrotjes parandaluese mund të kenë natyrë juridike dhe natyrë financiare.

#### *a) Mjetet e mbrotjes me natyrë juridike*

Mbrojtja absolute do të ishte t'i drejtohem një shoqërie, e cila nuk është e "përfshirë në OPB", për arsye të regjimit të saj juridik, si një shoqëri me mirëbesim me aksione dhe holdings të pakuotuar, ose duke rregulluar të drejtat e votës.

- **Shoqëritë me mirëbesim me aksione** përbëhen nga dy lloj partnerësh: mirëbesuesit dhe të mirëbesuarit. Nga njëra anë, të mirëbesuarit mbajtës të pjesëve të patransmetueshme dhe të pacedueshme, përgjegjës të drejtpërdrejtë për menaxhimin; nga ana tjetër, mirëbesuesit të cilët, ashtu si dhe aksionerët e shoqërive anonime, kanë pjesë të transmetueshme dhe të cedueshme, por, nga ana tjetër nuk kanë asnjë pushtet kontrolli mbi shoqërinë. Prej këndeje, çfarë leverdie ka të kesh kontrollin e shumicës së kapitalit, nëse kjo nuk të jep asnjë të drejtë kontrolli mbi shoqërinë? Një rast i njohur fare mirë është ai i firmës Michelin.

Kjo formë juridike megjithatë mbetet anësore, pasi është më shumë për bizneset familjare mesatare për arsye të shtrëngesave që imponon, siç është mostransferimi i pjesëve dhe të garancive statutove që u janë dhënë drejtuesve.

- **Një mundësi tjetër është t'u drejtohesh holdingëve të pakuotuar.** Aksionerët atëherë ushtrojnë kontrollin me ndërmjetësinë e një piramide të holdingëve. Humbja e kontrollit është e pamundur, meqë nuk përbëjnë objekt kuo-timi. Veç kësaj, për shkak të lojës nga efekti i levës, këto montime të ndërlikuara, mundësojnë të sigurohet kontrolli duke vënë fonde fillestare të kufizuara.

- **Menaxhimi i të drejtave të votës** është një mjet mbrotjeje, i cili përdoret dendur. Aksionerët që gëzojnë emrin si "besnikë" marrin me anë të statutit të drejtat për votë të dyfishtë. Nga ana e kundërt, merren masa kundër aksionerëve tepër të rëndësishëm, duke i vënë një tavan së drejtës së tyre të votës me një përqindje të caktuar. Së fundi, është e mundur të emetohen tituj, të cilët nuk e japin të drejtën e votës (aksione me dividende përparësore pa të drejtë vote, vërtetime të investimit).<sup>1</sup>

#### *b) Mjetet e mbrotjes me natyrë financiare*

Këto mjete sillen rreth zotërimit të kapitalit. Kur mungon vetëkontrolli, një praktikë tashmë e vendosur me rregullore në Francë si në pjesën më të madhe të vendeve të tjera, do të thotë që një shoqëri të mbajë një pjesë të titujve të vet, drejtpërdrejt ose tërthorazi nëpërmjet filialeve; ndërtimi i bërthamave të forta e përforcon qëndrueshmërinë e kapitalit të një shoqërie, duke bërë që të hyjnë shoqëri aleate në kapital.<sup>2</sup> Kjo praktikë konkretisht në Francë është përdorur që nga koha e privatizimeve.

Hyrja e punonjësve si partnerë në kapitalin e shoqërisë na jep një tjetër mjet për të ndërtuar një bërthamë edhe më të qëndrueshme, pasi punonjësit tradicionalisht janë aksionerë besnikë dhe titujt e dhënë në kuadrin e pjesë-

<sup>1</sup> Shih Kreun 7, f. 225.

<sup>2</sup> Vetëkontrolli kufizohet te 10 % e kapitalit, ndërsa aksionet e vetëkontrollit nuk kanë të drejtën e votës.



marrjes së punonjësve ose dhe një plan kursimi nuk janë të mundshme gjatë 5 vjetëve.

Aksionerët maxhoritarë po ashtu kanë mundësinë që të lidhin pakte me kushte, të cilat u japin të drejtën e parablerjes në rast shitjeje të titujve nga ana e njërit prej tyre: vetëm pasi t'u ketë propozuar aksionerëve të tjerë, njëri ka mundësinë në rast mospranimi prej tyre që t'ua cedojë aksionet të tretëve të jashtëm

### 3.2.2. MJETET MBROJTËSE GJATË OPB-SË

Pasi të jetë deklaruar një OPB, mjetet e mbrojtjes janë relativisht të kufizuara dhe frytshmëria e tyre më e shtrënguar, duke mbajtur parasysh vështirësitë e kohës së shkurtër dhe rregulloren që është tepër e rreptë. Legjislacioni amerikan nga kjo anë është shumë më i butë sesa ai francez. Boshitet kryesore të mbrojtjes gjatë OPB-s në Francë janë: shtimi i kapitalit, adresimi te të tretët, kundër-OPB dhe veprimet gjyqësore.

#### a) Shtimi i kapitalit

Shtimi i kapitalit në periudhën e ofertës është i mundshëm në gjendjen e sotme të legjislacionit. Në praktikë, është e vështirë të vihet në jetë për arsye të kërkesave të ngutshme të kohës, sepse detyrimisht duhet të marrë autorizimin nga AGE. Kështu, për të fituar kohë në rast sulmi, aksionerët nganjëherë votojnë që më parë një vendim, i cili e autorizon këshillin e administrimit të veprojë për një shtim kapitali. Megjithatë vlefshmëria e një autorizimi të tillë është për një vit më e shumta dhe nuk është i vlefshëm në rast se shtohet kapitali i parezervuar.

#### b) Adresimi te të tretët

Shoqëria i bën thirrje një aleati, kalit të bardhë ("white knight" në kundërvënje me sulmuesin agresor, i cili nganjëherë quhet kalorësi i zi...) për t'u kërkuar një mbishtrenjtësim miqësor. Sido që të jetë, shoqëria e synuar do ta humbasë pavarësinë e vet me të vetmin dallim, se në rast të fitores së kalorësit të bardhë, kjo do të ndodhë në fitim të shoqërisë aleate.

Një variant tjetër është që shoqëria e synuar të organizojë tërheqjen e vet nëpërmjet punonjësve të vet me anë të një RES, që më pas nis një OPB miqësore mbi atë shoqëri.<sup>1</sup> Kjo është një skemë tërheqëse, mirëpo për shkak të mungesës së kohës, është delikate për ta vënë në veprim.

#### c) Kundër OPB

Kundër-OPB-ja, e cila në Shtetet e Bashkuara quhet me emrin "pacman"<sup>2</sup>, do të thotë që shoqëria e synuar të nisë një OPB kundër agresorit ndaj saj. Kjo përgjigje megjithatë nuk është aq e shpeshtë, sepse u nënshtrohet disa kushteve, ndër të cilat aftësia e shoqërisë së sulmuar për të pasur në dispozicion mjete financiare të mjaftueshme që të nisë një kundër OPB, si dhe vetë agresori të jetë "i nënshtroshëm OPB-së".

#### d) Veprimi gjyqësor

Veprimi gjyqësor, që është shumë i shpeshtë në Shtetet e Bashkuara dhe po bëhet gjithnjë e më tepër edhe në Francë, ka si qëllim parësor të fitojë kohë, e cila është faktor vendimtar në këtë tip operacioni. Nisja e padive para gjykatave po ashtu bëhet nga shoqëria e synuar, e cila për shembull, kundërshton mosrespektimin e detyrimeve të shpallura lidhur me kapërcimin e pragut, përhapjen e informacioneve, barazinë e trajtimit të aksionerëve... si

<sup>1</sup> 1. RES (riblerja e një shoqërie nga punonjësit e saj) është një teknikë për tërheqjen e ndërmarrjes nëpërmjet punonjësve, e cila është vendosur me ligjin e 17 korrikut 1984 dhe të ligjit për kursimet të 17 qershorit 1987. Një shoqëri holding, e kontrolluar prej punonjësve, i riblen titujt e shoqërisë që do të rimerret. Ndihma e partnerëve financiarë u mundëson punonjësve riblerjen e ndërmarrjes së tyre me një ndihmë minimum.

<sup>2</sup> Në orvatjen për t'iu kundërvënë OPK ndaj TOTALFINA, ELF nisi pa sukses një kundër OPK ndaj TOTALFINA-s.

dhe nga shoqëria nismëtare, e cila do të vërë në dyshim vlefshmërinë e vendimeve të marra nga shoqëria e synuar, ose nga autoritetet e bursës.

Lista nuk mbyllet me kaq. Në Shtetet e Bashkuara ka edhe njaft mjete të tjera, ndër të cilat më shpesh përmenden “golden parachutes” (parashutat e arta), që janë kompensime të pëlqyeshme, të parashikuara për drejtuesit, që falënderohen në rast se ndryshon kontrolli, cedimi i “aseteve të bizhutersisë së kurorës” (“crown jewel assets”), domethënë aktivet e dëshiruara, dhe të tjera “poison pills” (ilaje helmuese), që kanë për detyrë t’i zbrapsin agresorët.

#### 4. OPERACIONET JASHTË BURSËS: SHKRIRJET, PRURJET E PJESSHME TË AKTIVEVE

##### 4.1. SHKRIRJA

Shkrija përkufizohet si operacioni, nëpërmjet të cilit një ose disa shoqëri bashkojnë pasurinë e tyre për të formuar një njësi të vetme. Në rastin e shkrijës me përthithje, që është rasti më i shpeshtë, një shoqëri e përthith një tjetër, e cila në këtë rast zhduket. Në rastin e shkrijës së pastër, që të dyja shoqëritë zhduken në të mirë të një njësie të re.

Njëra prej leverdive të shkrijës është te mënyra e financimit, sepse bëhet jo me para në dorë, por me tituj. Aksionerët e shoqërisë së përthithur marrin si kundërparti titujt e shoqërisë përthithëse, ose të njësisë së re në rastin e shkrijës së pastër.

Pagimi i titujve sjell një zgjidhje për financimin e bashkimeve të ndërmarrjeve, duke përfshirë edhe rastin e shoqërive, vlera e të cilave ngrihet.

##### SKEMA E SHKRIRJES ME PËRTHITHJE DHE E SHKRIRJES SË PASTËR



Realizimi i një shkrijeje kërkon vlerësimin e shoqërisë përthithëse dhe të shoqërisë që përthithet. Shoqëria përthithëse duhet të bëjë një shtim të kapitalit të caktuar për të shpërblyer prurjet e aksionerëve të shoqërisë prurëse. Këmbimi i titujve bëhet mbi bazën e paritetit të këmbimit, domethënë se sa aksione të shoqërisë përthithëse do të japin të drejtë për një ose disa aksione të shoqërisë së përthithur.



Ta ilustron këtu pikë me një shembull:

	Vlerësimi	Numri i titujve	Vlera për aksione
Shoqëria përthithëse A	540 M euro	1 000 000	360 euro
Shoqëria e përthithur B	450 M euro	500 000	900 euro

Shoqëria A ka për detyrë ta shtojë kapitalin me 450 M euro për të shpërblyer prurjen nëpërmjet emetimit të 1 250 000 aksioneve të reja, të rezervuara për aksionerët e shoqërisë B (450M euro/360 euro).

500 000 aksionet e B-së do të shkëmbehen kundrejt 1 250 000 aksioneve të reja të A-së, qoftë me paritetin e këmbimit 1 aksion B për 2,5 aksione A, qoftë dhe 2 aksione B për 5 aksione A (900 euro/360 euro).

Pariteti del nga pesha relative e 2 shoqërive. Në rastin e dhënë, pesha relative është 450M euro/540 M euro, domethënë 0,83.

$$\text{Pariteti i këmbimit} = \text{Pesha relative} \times \frac{\text{Numri i aksioneve të A para shkrirjes}}{\text{Numri i aksioneve të B para shkrirjes}}$$

Domethënë në shembullin tonë:  $2,5 \times 0,83 \times 1\,500\,000 / 500\,000$

Po të supozojmë se nominali i aksionit është 100 euro, kapitali i shoqërisë A do të shtohet me  $1\,250\,000 \times 100$ , pra 125 M euro.

Atëherë primi i shkrirjes është i barabartë me  $450 - 125 = 325$  M euro.

#### 4.2. PRURJA E PJESSHME E AKTIVIT

Prurja e pjesshme e aktivit është operacioni, nëpërmjet të cilit një shoqëri ia cedon disa prej aktiveve të saj një shoqërie tjetër kundrejt titujsh. Shoqëria prurëse vijon të ekzistojë.

#### 4.3. NDARJA

Ndarja do të thotë për një shoqëri që të copëtohet në 2 ose më shumë shoqëri të veçanta. Si këmbim për aksionet e shoqërisë zanafillëse, aksionerët marrin aksionet e shoqërive të reja.

Këto operacione të zakonshme në Shtetet e Bashkuara (spin-off) po zhvillohen edhe në Europë.

Qëllimi i ndarjeve është krijimi i vlerës për aksionerët. Për këtë kapitalizimi në bursë i 2 shoqërive të kuotuar veçan duhet të jetë më i madh sesa i shoqërisë zanafillëse. Me fjalë të tjera, kjo do të thotë se kur janë bashkë, njësitë e ndryshme të grupit përftojnë ndërmjet tyre bashkëveprim negativ. Pikërisht kështu ndodh kur veprimtaritë janë tepër larg njëra-tjetrës ose tepër të ndryshme si lloje dhe nuk mund të përftojnë bashkëveprim apo kursime të ndjeshme. Kjo dukuri, që quhet zberthim i konglomerateve, do të thotë se vlera në bursë e konglomerateve është më poshtë sesa shumë e vlerave të secilës njësi të marrë veçan.

Ndarjet gjithashtu mund të përbëjnë një etapë paraprake për shkrirje të mëvonshme: dy grupe në fillim bëjnë nga një ndarje sipas specialitetit, për t'u shkrirë pastaj sipas specialiteteve të njëllorja në gjirin e shoqërive të reja. Një shembull i mirë i kësaj është ai i Novartis. Në etapën e parë grupet Sandoz dhe Ciba-Geigy u zberthyen në dy shoqëri për ta ndarë kiminë nga farmacia, pastaj, në etapën e dytë, u shkrinë dy shoqëritë e polit farmaceutik për të ndërtuar Novartis.





## SEKSIONI II: VLERËSIMI I NDËRMARRJEVE

Përcaktimi i vlerës së një ndërmarrjeje, një prej problemeve më të ndërlikuara të financës, shtrohet në një varg rastesh të ndryshme: për hapjen e kapitalit, cedimin ose transmetimin e ndërmarrjes, blerjen, shkrirjen, ndarjen, prurjen e pjeshme të aktivitetit, hyrjen në bursë, likuidimin, vlerësimin fiskal në kuadrin e një trashëgimie ...

Kështu, sipas rrethanave në të cilat bëhet vlerësimi, përcaktimi i vlerës së ndërmarrjes nga blerësi dhe nga shitësi do të ketë dallime, madje nganjëherë edhe shumë të mëdha. Logjika financiare, e cila e frymëzon financuesin, aksionerin përgjithësisht në pakicë, mjaft shpesh e shtyn që ta zvogëlojë rrezikun e vet, duke u përpjekur të maksimalizojë fitimin e vet. Logjika industriale përkundrazi, do të vërë në plan të parë faktorë të tjerë, si: strategjinë, bashkëveprimin, teknologjinë, mjetet industriale, aspektet financiare ...

Rrjedhimisht, nuk ka një por disa vlera të ndërmarrjes, sepse secili blerës që ka shtysat e veta, ka gjithashtu edhe vlerësimet e veta lidhur me perspektivat e rezultateve, të bashkëveprimeve të mundshme tregtare, industriale, teknike, njerëzore, financiare ...

Përcaktimi i çmimit të transaksionit do të jetë konkretizimi i bisedimeve ndërmjet blerësit e shitësit, duke u nisur prej një vlerësimi të vlerës së ndërmarrjes.

Ndërmarrja mund të vlerësohet nga pikëpamja e stokut ekzistues, kjo është qasja trashëgimore, ose nga fluksi i të ardhurave që ka aftësi të përftojë, dhe ky do të jetë vlerësimi sipas rentabilitetit. Disa qasje të tjera parapëlqejnë pjesën e paprekshme ose qasjen nga pikëpamja e bursës.

### I. QASJA TRASHËGIMORE

Kjo qasje e vështron ndërmarrjen si një tërësi aktivesh dhe punësh. Vlera e saj atëherë është e barabartë me shumën algjebrike të aktiveve të saj, të rivlerësuara pas zbritjes së pasiveve të kërkueshme, e prej kësaj vjen emri që përdohet njësoj nganjëherë: vlera matematike.

Bazën e vlerësimit trashëgimor e përbën bilanci, secili aktiv dhe secili pasiv përbëjnë objekt të një vlerësimi të veçantë. Megjithatë kjo nuk do të thotë se vlerat që duhen mbajtur do të jenë vlerat kontable. Aktivitetet mund të vlerësohen me vlerën e tyre të tregut ose me vlerën e shitjes, domethënë me çmimin që mund të mbahej për atë pasuri, duke e shitur (për shembull, një truall, një ndërtesë, automjetin...), në vlerën e tyre të përdorimit, domethënë në vlerën e pasurisë në gjirin e procesit të shfrytëzimit, me fjalë të tjera, me koston e tij të zëvendësimit, ose së fundi, me vlerën e tyre të likuidimit ose të arkës.

Kritika kryesore, që i bëhet vlerësimit trashëgimor është se përbën vetëm një shumë të vlerave kontable, duke mos marrë parasysh kështu bashkëveprimet, që mund të përftojë ndërthurja e aktiveve, ose edhe mbivlerën. Prandaj kjo metodë nuk përshtatet për vlerësimin e ndërmarrjeve, në të cilat aktivitetet fizike nuk janë vendimtare në prodhimin e rezultatit, si për shembull, shërbimet.

Vlerësimi trashëgimor nga ana tjetër, mund të jetë bashkëplotësues me një metodë tjetër, si për shembull, me vlerësimin sipas flukseve, meqë ndërmarrja e vlerësuar zotëron një trashëgimi të rëndësishme në pasuri të paluajtshme, që nuk është e domosdoshme për shfrytëzimin e saj. Kjo metodë gjithashtu është e përligjur në rastin e likuidimit, sepse atëherë vlera e ndërmarrjes efektivisht është shuma e çmimit të cedimit të secilit aktiv pas zbritjes së pasiveve, pa asnjë bashkëveprim.

Ndër metodat e vlerësimit trashëgimor ne do të marrim aktivin neto kontabël të korrigjuar, vlerën substanciale dhe kapitalet e përhershme, të nevojshme për shfrytëzimin (KPNS).

### 1.1. AKTIVI NETO KONTABËL I KORRIGJUAR (ANKK)

Aktivi neto kontabël është i barabartë me diferencën ndërmjet asaj që mban ndërmarrja, aktivi total, dhe asaj që duhej të kishte, pasivi i kërkueshëm, vlerë e cila në fakt u përgjigjet kapitaleve të veta pas regjistrimit të rezultatit të ushtrimit.

Nga pjesa e sipërme e bilancit atëherë kemi:

$$\text{Aktivi neto kontabël} = \text{Kapitalet e veta} - \text{dividendet që duhen paguar}$$

Dhe nga pjesa e poshtme e bilancit:

$$\text{Aktivi neto kontabël} = \text{Aktivi gjithsej} - (\text{Pasivi i kërkueshëm} + \text{dividendet})$$

Për të kaluar nga ANK te ANKK, korrigjohet vlera kontable e elementëve të aktivit e të pasivit. Në fakt, vlera aktuale e një aktivi mund të shmanget ndjeshëm prej vlerës që figuron në bilanc. Le të rikujtojmë, se aktivet regjistrohen me koston e tyre historike, në kohën e hyrjes së tyre në trashëgimi: kostoja e blerjes për pasuritë e marra me titull të barrësuar, vlera e shitjes për pasuritë e blera me titull falas, kostoja e prodhimit për mallrat e prodhuara prej ndërmarrjes. Për më tepër, lidhur me parimin për të qenë të kujdesshëm, vlerat e munguara të fshehta kontabilizohen, ndërsa mbivlerat e mundshme nuk kontabilizohen.

Rrjedhimisht, korrigjimet kryesore do të jenë ribërje të dokumenteve kontable (duke eliminuar aktivet fiktive) dhe rivlerësime të tjera kontable, me qëllim që të zëvendësohen vlerat, të cilat rrjedhin nga zbatimi i parimeve kontable nëpërmjet vlerave të tregut.

### 1.2. VLERA SUBSTANCIALE

Vlera substanciale, ashtu si dhe KPNS, përfaqëson një qasje më ekonomike ndaj trashëgimisë së ndërmarrjes.

Vlera substanciale është vlera e trashëgimisë në shfrytëzim e ndërmarrjes, e vlerësuar me koston e saj të zëvendësimit, nga pikëvështrimi i vazhdimtë të shfrytëzimit. Në këtë vlerësim mbahen vetëm aktivet, që marrin pjesë në shfrytëzim. Aktivet jashtë shfrytëzimit pra nuk përfshihen. Anasjelltas, pasuritë që mbahen në kredi qiradhënieje, atëherë kur shërbejnë për shfrytëzimin dhe të cilat nuk i përkasin ndërmarrjes, do të përfshihen.

VLERA SUBSTANCIALE BRUTO =
Aktivët e shfrytëzimit në koston e tyre të zëvendësimit
+ Kostoja e rivënies në gjendje
+ Pasuri qiraje me kredi



Vlera substanciale neto njehsohet, duke zbritur borxhet nga vlera substanciale bruto.

$$\text{Vlera substanciale neto} = \text{Vlera substanciale bruto} - \text{Borxhet}$$

### 1.3. KAPITALET E NEVOJSHME PËR SHFRYTËZIMIN (KPNS)

KPNS përbëhen prej kapitaleve të ngurtësuara të shfrytëzimit, të vlerësuara me koston e tyre të zëvendësimit, dhe nga NFQ e shfrytëzimit, të vlerësuar në koston e saj të zëvendësimit ose me mënyra të tjera, me vlerën substanciale jashtë aktiveve qarkulluese, së cilës i shtohet NFQ e shfrytëzimit.

KPNS =
Kapitalet e ngurtësuara të shfrytëzimit në koston e tyre të zëvendësimit
+ NFQ e shfrytëzimit

Nocioni i NFQ që duhet mbajtur është ai i NFQ normative, të njehsuar mbi të dhënat mesatare, në mënyrë që të mënjanojnë vlerat e përfshira në bilanc, të cilat mund të mos përputhen me një nivel normal të shfrytëzimit.

Qasja sipas vlerës substanciale dhe sipas KPNS ndryshon ndjeshëm nga ato sipas aktivitetit kontabël, si dhe nga aktivi i korigjuar në atë shkallë, që arsyetimi bëhet nga pikëpamja e kapitaleve të investuara në shfrytëzim mbi bazën e gjendjes ekzistuese dhe jo rreptësisht nga pikëpamja e trashëgimisë.

Metodat e vlerësimit trashëgimor shpesh përdoren në operacionet e bashkimit të ndërmarrjeve; ato shpesh përbëjnë një prej parametrave që merren për të fiksuar paritetin e këmbimit në shkrijet-blejjet. Megjithatë edhe ato kanë disa kufizime, veçanërisht për shkak të natyrës rreptësisht statistike, nuk marrin parasysh ose i nënvleftësojnë aktivet e paprekshme, dhe nganjëherë kanë një vështirësi praktike për të vlerësuar disa aktive industriale.

## 2. VLERËSIMI NËPËRMJET AKTUALIZIMIT TË FLUKSIT TË KAPITALIT TË DISPONUESHËM (OSE PËRSËRI METODA DCF)

Metoda DCF (Discounted Cash Flows) e merr ndërmarrjen si një investim dhe zbaton për të në këtë konceptim teorinë financiare të vlerësimit të aktiveve: vlera e një aktivi është e barabartë me vlerën e aktualizuar të flukseve të ardhshme të të ardhurave, të përfutuara prej tij.

Në këto kushte, vlera e një shoqërie është e barabartë me vlerën aktuale të vijimësisë së flukseve të kapitalit të disponueshëm që ajo përfton:

Vlera e ndërmarrjes mund të shprehet kështu:

$$VN = \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+a)^t}$$

ose edhe:

$$VN = \sum_{t=1}^n FT_t (1+a)^t$$

ku:

VN = vlera e ndërmarrjes

FT<sub>t</sub> = fluksi i kapitalit të disponueshëm në t

a = norma e aktualizimit

VN zakonisht përfaqëson çmimim më të lartë, që një blerës është i gatshëm t'ia paguajë shitësit. Meqë blerësit kanë parashikime të ndryshme lidhur me flukset e ardhshme, çmimet e ofruara kanë ndryshime për të njëjtën ndërmarrje sipas blerësve potencialë.

Metodat e vlerësimit të bursës, të cilat do t'i trajtojmë në pikën 3, përbëjnë një variante të metodës së vlerësimit sipas flukseve, në atë shkallë që në vend të aktualizimit të flukseve të kapitalit të disponueshëm të ndërmarrjes, aktualizojmë serinë e dividendeve.

Formula e mësipërme vë në dukje, se vlera e ndërmarrjes ndryshon në funksion të:

- flukseve financiare
- normës së aktualizimit
- horizontit të parashikimit.

## 2.1. FLUKSET FINANCIARE QË MERREN

Flukset që merren parasysh janë tërësia e flukseve të parashikueshme të kapitalit të disponueshëm, që përfitohet prej ndërmarrjes. Jo vetëm flukset e lidhura me shfrytëzimin (hyrjet dhe barrët e shfrytëzimit), por edhe ato të lidhura me zhvillimin e saj. Në të vërtetë ndërmarrja duhet të mbetet e përhershme. Për ta bërë këtë, ajo duhet të sigurojë investimet e domosdoshme për vazhdimësinë e shfrytëzimit të saj.

Në mënyrë skematike, njehsimi i flukseve të likuiditeteve të disponueshme përcaktohet si më poshtë:

Teprica bruto e shfrytëzimit  
 - Variacioni i Nevojave në Fonde Qarkullimi  
 = Teprica e Kapitalit të Disponueshëm të Shfrytëzimit  
 + Cedimet e aktiveve  
 - Blerja e aktiveve  
 +/- Tatimet për shoqëritë (korigjuar për shpenzimet financiare)  
 = FLUKSI I KAPITALIT TË DISPONUESHËM

Flukset janë flukse financiare dhe në asnjë mënyrë flukset ose rezultatet kontable. Për aksionerët dhe kredituesit ka rëndësi kapitali i disponueshëm. Ai mundëson rimbursimin e borxheve, shpërndarjen e dividendeve, financimin e rritjes.

Tatimi për shoqëritë duhet të korigjohet për ndikimin që kanë shpenzimet financiare. Ashtu si dhe për zgjedhjen e investimeve, flukset e likuiditeteve janë jashtë shpenzimeve financiare, në atë shkallë që norma e aktualizimit përfaqëson koston mesatare të ponderuar të tërësisë së burimeve, përfshirë edhe borxhet.

Në operacionet e bashkimeve të shoqërive, vlerësimi përfshin edhe bashkëveprimet e pritshme prej operacionit, të tilla si shtimi i shifrës së xhiros, fitimet industriale, kursimet e R e D, shpenzimet e marketingut, pa harruar kostot e riorganizimit dhe të ristrukturimit.

Madhësia e këtyre bashkëveprimeve përgjithësisht përbën një argument të fortë për të përligjur operacionin. Por praktika tregon se ka një mbivlerësim të shpeshtë të bashkëveprimit. Për t'u bindur, mjafton të krahasohen 2 ose 3 vjet pas bashkimit çfarë ka ardhur realisht si bashkëveprime kundrejt atyre të njoftuara në fillim. Veç kësaj, përvoja ka treguar se në më shumë se një rast ndër 2 operacione bashkimi nuk arrihen rezultatet e shpresuara. Së fundi, bashkëveprimet janë më pak të rëndësishme sesa shpallet dhe më të ngadalta për t'u vënë në jetë.



## 2.2. NORMA E AKTUALIZIMIT QË DUHET MARRË

Norma e aktualizimit që duhet marrë është kostoja mesatare e kapitalit, me rezervën që blerja nuk e ndryshon këtë.

Në praktikë, vlerësimi shpesh e rrit CMPC me një prim të veçantë të projektit.

## 2.3. CILI HORIZONT PARASHIKIMI TË MERRET?

Vlera e një aktivi ekonomik varet po ashtu njësoj nga kohëzgjatja në të cilën do të përftojë flukse. Në rastin e përzgjedhjes së investimeve, kohëzgjatja e jetës së aktivit zakonisht është e kufizuar, horizonti i parashikimit natyrisht do të bjerë mbi kohëzgjatjen e aktivit përkatës.

Në rastin e një ndërmarrjeje, aktivet përtërihen rregullisht. Kohëzgjatja e jetës, rrjedhimisht, mund të jetë shumë e gjatë. Megjithatë sa më shumë rrjedh koha, aq më pak vlera e ndërmarrjes do të varet prej aktiveve të saj aktuale.

Në praktikë vlerësimi dallon përgjithësisht një periudhë parashikimi të shprehur, pastaj përcakton një vlerë përfundimtare.

Vlera e Ndërmarrjes	=	Vlera aktuale e flukseve të kapitalit të disponueshëm të periudhës së shprehur	+	Vlera aktuale e vlerës përfundimtare
------------------------	---	--	---	--

- **periudha e parashikimit të shprehur:** me kohëzgjatje të ndryshueshme, por zakonisht përfshihet ndërmjet 3 dhe 5 vjetësh, ndërsa në disa raste të veçanta mund të shkojë deri në 10 vjet. Gjatë kësaj periudhe është më e lehtë të çmohen flukset e likuiditeteve.

- **vlera përfundimtare:** kjo përfaqëson vlerën aktuale të flukseve përtej periudhës së parashikimit të shprehur. Vlera mbetëse mund të njehsohet mbi bazën e një shumëfishi të shifrës së xhirove ose të rezultatit të periudhës së fundit të parashikimit.

Për të qenë të kujdesshëm, rekomandohet që të merret një shumëfish mjaft i përmbajtur.

Metoda më e shpeshtë është ajo, që të aktualizohet në infinit fluksi i parashikueshëm i vitit të parë, që pason periudhën e parashikimit të shprehur, duke ndërtuar një hipotezë për një rritje në infinit. Atëherë do të gjejmë se kemi formulën GORDON-SHAPIRO.<sup>1</sup>

Problemi atëherë kalon te zgjedhja e normës së rritjes. Por edhe këtu përsëri jemi të detyruar t'i përmbahemi realizmit e kujdesit, duke e ditur se vlera përfundimtare mund të përbëjë më shumë sesa 50 % të vlerës gjithsej! Po të marrim një normë të lartë, do të detyrohemi të pranojmë se ndërmarrja do të jetë në gjendje të mbajë një normë rritjeje të lartë për një afat të gjatë. Zakonisht perspektiva për një rritje të fortë tërheq konkurrencën, e cila me kohë vjen dhe rëndon mbi rritjen.

## 2.4. ANËT ME INTERES DHE KUFIZIMET E METODËS DCF

Modeli DCF ka përparësinë se mbështetet mbi një themel teorik solid. Ai e vlerëson ndërmarrjen sipas perspektivave të saj dhe jo sipas së kaluarës së saj. Kufizimet e tij kanë të bëjnë kryesisht me vështirësinë e parashikimit të flukseve të kapitalit të disponueshëm, me besueshmërinë e tyre dhe me përcaktimin e normës së aktualizimit. Së fundi, hipoteza e vazhdimësisë, që përmbahet në vlerën përfundimtare na shtron një problem. Kur fiksojmë një

<sup>1</sup> Shih f. 252.



horizont të pakufishëm për jetën e ndërmarrjes dhe nga ky fakt bëjmë edhe parashikimin e flukseve të kapitalit të disponueshëm, një hipotezë kjo e përligjur në planin teorik, atëherë e prekim fort edhe vlerën e ndërmarrjes.

Disa vlerësues e heqin mënjandë problemin e rentës së përhershme, duke vënë si tavan vlerën mbetëse. Atëherë largohemi nga referimi teorik dhe hyjmë në fushën e pragmatizmit.

### 3. METODAT E VLERËSIMIT TË BURSËS

Metodat e vlerësimit të bursës janë trajtuar tashmë pjesërisht me modelin e Gordonit. Parimi është që të vlerësohen aksionet e shoqërive të kuotuar në bursë, duke e quajtur se vlera e tyre është e barabartë me vlerën e aktualizuar të fitimeve të ardhshme. Një model tjetër, modeli i Bates-it, që përdoret gjerësisht, mbështetet në nocionin e njohur për njerëzit e bursës: PER, i cili vendos një lidhje ndërmjet PER të fillimit dhe PER të ardhshëm të titullit.

#### 3.1. PRICE EARNING RATIO (PER)

PER është e barabartë me raportin kurs/FPA (FPA – fitim për aksion) ose edhe me kapitalizimi në bursë/fitim neto.

PER shpreh numrin e herëve me të cilat duhet shumëzuar fitimi, “shumëfishin”, për të gjetur kursin e titullit; ose edhe numrin e viteve të fitimeve, të nevojshme për të rimbursuar titullin.

Të marrim kursin e një shoqërie 200, FPA 20, titullin të blerë 10 herë fitimin e tij, PER do të jetë 10.

Meqë kursi i bursës vendoset në treg, PER i referohet një çmimi të tregut, i cili mendohet se pasqyron vlerësimin nga ana e operatorëve, të cilët supozohet se janë plotësisht të informuar për shoqërinë dhe perspektivat e saj.

#### 3.2. MODELI I BATES-IT

Modeli i Bejtsit e shtrin dhe e përmirëson atë të Gordon-Shapiros. Ashtu si dhe ai, mbështetet në hipotezën se dividendi rritet me normë konstante, por në kundërshtim me atë, horizonti kufizohet për kohëzgjatjen  $n$ .

Le të kemi:  $P_0$ : kursi fillestar i titullit,  
 $P_n$ : kursi i titullit në fund të periudhës  $n$ ,  
 $D_t$ : dividendi i shpërndarë në  $t$ ,  
 $x$ : norma e rendimentit të kërkuar.

Formula bazë e vlerësimit të titullit është si më poshtë:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+x)^t} + \frac{P_n}{(1+x)^n}$$

Nëse do të pranojmë që norma e shpërndarjes është konstante dhe se dividendet e fitimet rriten me një normë  $g$  konstante:

$$D_t = d \cdot B_t$$

$$B_t = B_0 \cdot (1+g)^t$$

ku  $B_t$ : fitimi i vitit  $t$ .

Atëherë formula bazë bëhet:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{dB_0(1+g)^t}{(1+x)^t} + \frac{P_n}{(1+x)^n}$$

Duke pasur  $m$  për PER në 0 dhe  $M$  për PER në  $n$ :

$$m = P_0/B_0$$

$$M = P_n/B_n \Rightarrow P_n = M \cdot B_0 (1+g)^n$$

Duke e zëvendësuar  $P_0$ ,  $P_n$  dhe  $D_t$  në formulën bazë, do të kemi atëherë:

$$m = d \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+x)^t} + M \frac{(1+g)^n}{(1+x)^n}$$

$$\text{dhe duke vënë: } A = \frac{(1+g)^n}{(1+x)^n}$$

$$\text{si dhe: } B = \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+x)^t}$$

atëherë formula e Bejtsit na del:

$$m = d \cdot B + M \cdot A$$

Përdorimi i kësaj formule lehtësohet me anë të tabelave të përpunuara nga Bejtsi, të cilat i japin drejtpërdrejt  $A$  dhe  $B$  në funksion të normës së  $g$ ,  $x$  dhe  $n$ .

Kritikat kryesore, që i janë bërë këtij modeli, janë hipotezat e rritjes me normë konstante të fitimit dhe të dividendit për periudhën  $n$ .

### 3.3. VLERA E RENTABILITETIT DHE VLERA E RENDIMENTIT

Këto dy metoda mbështeten në pranimin e kapitalizimit të fitimit në njërin rast dhe për dividendin në rastin tjetër.

Vlera e rentabilitetit = Fitimi /  $R$ .

Vlera e rendimentit = Dividendi /  $R$ .

ku  $R$ : norma e kapitalizimit.

Që të dyja shtrojnë të njëjtin problem të referimit të një normë e kapitalizimit. Janë të mundshme zgjidhje të ndryshme, të cilat megjithatë nuk janë tërësisht të zhveshura nga anët arbitrare: norma e interesit mesatar të tregut në obligacione e shtuar me një prim rreziku, rendimenti mesatar i një mostre të bursës ose të një sektori, norma e rentabilitetit të fondeve të veta...

Fitimi që duhet marrë parasysh në vlerën e rentabilitetit është një fitim neto rrjedhës, i korrigjuar për elementët e rastit jorrijdhës. Ai mund të jetë real ose i parashikuar.

Përparësia e këtyre formulave sigurisht që është thjeshtësia e tyre e skajshme, por kjo është edhe e meta e tyre themelore, së cilës i shtohet një kapitalizim në pambarim. Megjithatë përdorimi i tyre është shumë i dendur, por atëherë përbëjnë objektin e një ponderimi me parametra e tjerë.

## 4. METODAT E PËRZIËRA

E meta kryesore e metodës trashëgimore është se nuk merr parasysh elementët, që nuk figurojnë në gjendjet financiare, por që përbëjnë megjithatë faktorë kyç të suksesit të ndërmarrjes.

Cilësia e marrëdhënies së klientit, e menaxhimit, dinamizmi i ekipeve tregtare dhe  $K$  e  $ZH$ , klima shoqërore, emri i fituar... pavarësisht se mungojnë në bilanc, marrin pjesë e nganjëherë në mënyrë vendimtare në rezultatin e ndërmarrjes. Këta elementë të pakapshëm përgjithësisht kontabilizohen duke

i përfshirë në barrët e llogarisë së rezultatit. Kështu për shembull, shpenzimet e gjetjes së një ekipi, shpenzimet e kualifikimit për të përmirësuar dijenitë e kompetencat, disa shpenzime të marketimit dhe të komunikimit për të ndërtuar markën, ose dhe shpenzimet e K dhe ZH.

Tërësia e këtyre elementëve quhet me fjalën “goodwill”, ndërsa francezët e thërrasin “mbivlerë”.<sup>1</sup>

Falë këtyre elementëve, rentabiliteti i ndërmarrjes është më i lartë sesa fitimi që nxirret zakonisht duke u nisur nga trashëgimia ose nga ANK. Diferenca e rentabilitetit quhet “rentë e goodwill”. Goodwill njehsohet duke aktualizuar një varg rente të goodwill-it mbi kohëzgjatjen e jetës së çmuar.

Në rastin kur renta është negative, atëherë flitet për “badwill”.

Ndërmjet formulave për vlerësimin e goodwill, disa janë të drejtpërdrejta, sepse mundësojnë të përcaktohet drejtpërdrejt vlera e goodwill; disa të tjera janë të tërthorta, sepse vlera e goodwill gjendet nga diferenca ndërmjet vlerës së ndërmarrjes dhe vlerës së elementëve të saj të prekshëm.

#### 4.1. METODAT E DREJTPËRDREJTA

Përdoren dy metoda të drejtpërdrejta: metoda e Bashkimit të Ekspertëve Kontabël Europeanë dhe metoda e quajtur e anglosaksonëve

##### 4.1.1. METODA E BASHKIMIT TË EKSPERTËVE KONTABËL EUROPIANË

Goodwill është i barabartë me vlerën aktuale të mbifitimit, të cilin ia sigurojnë blerësit aktivet e patrupëzuara.

$$VN = ANK + GW$$

$$VN = ANK + an(FRP - i ANK)$$

Ku:

VN = vlera e ndërmarrjes

ANK = Aktivi neto kontabël

FRP = Fitimi rrjedhës i parashikuar

i = norma e financimit pa rrezikun

an = faktori i aktualizimit i grumbulluar për n vjet

k = norma e rentabilitetit të kapitaleve të veta

$$an = \sum_{j=1}^n \frac{1}{(1+k)^j}$$

Mbifitimi është i barabartë me diferencën ndërmjet fitimit rrjedhës të parashikuar dhe shpërblimit të ANK për normën e vënies së parave pa rrezik.

Mbifitimi aktualizohet për kohëzgjatjen n, që përgjithësisht shtrihet ndërmjet 5 dhe 8 vjetëve, me normën k që integron një prim rreziku (nganjëherë edhe me shtesën për i prej 50 %).

Kjo metodë ka interes, sepse aktualizon rentën për kohëzgjatje të kufizuar dhe integron një prim rreziku në normën e aktualizimit. Në praktikë mbetet të përcaktohen n dhe k.

Por nga ana e kundërt, është e kritikueshme të merret një normë e vënies së parave pa rrezik për të vlerësuar rentabilitetin normal të kapitalit. Aq më tepër që zgjedhja e fitimit rrjedhës konstant është arbitrare.

<sup>1</sup> Shih më poshtë f. 284.



#### 4.1.2. METODA E ANGLOSAKSONËVE

Metoda e anglosaksonëve është një variant i metodës së ekspertëve kontabël. Dallohet se e trajton goodwill-in si rentë të përhershme.

Kufiri i metodës duket menjëherë: është vështirë të konceptohet përhershmeria e rentës. Për ta kapërcyer këtë, disa punonjës të praktikës janë që të rritet norma e aktualizimit:

$$\begin{aligned} VN &= ANK + \frac{FRP - i ANK}{k} \\ GW &= \frac{(FRP - i ANK)}{k} \end{aligned}$$

#### 4.2. METODA E DREJTPËRDREJTË OSE METODA E PRAKTIKIENËVE

Kjo metodë quhet edhe metoda gjermane. Vlera e ndërmarrjes është mesatarja e vlerës së rendimentit  $\frac{B}{i}$  dhe e ANK.

$$\begin{aligned} VN &= \frac{ANK + B/i}{2} \\ GW &= VN - ANK = \frac{(B/i - ANK)}{2} \end{aligned}$$

Në këtë metodë renta hamendësohet se ndahet ndërmjet blerësit dhe shitësit. Fitimi aktualizohet në normë (i) pa rrezik për një horizont pa rrezik.

##### **Shembull:**

Le të kemi një ndërmarrje që e ka Aktivin Neto Kontabël prej 1 000 K€, ndërsa fitimin rrjedhës prej 200 K€.

Të pranojmë se norma e investimit pa rrezik do të jetë 8 %, norma e rentabilitetit e kërkuar për fondet e veta prej 12 %.

##### . Metoda e drejtpërdrejtë

$$\text{Vlera e rentabilitetit: } \frac{200}{0,12} = 1667$$

$$\text{Vlera e kapitaleve të veta: } \frac{1667 + 1000}{2} = 1333$$

$$GW = 1667 - 1333 = 334$$

##### . Metoda e BEK

$$\text{Njehsimi për normën e aktualizimit: } 1 - \frac{1}{0,12^8} / 0,12 = 5,65$$

$$\text{Vlera globale: } 1000 + 5,65 (200 - 0,08 \times 1000) = 1678$$

$$\text{Goodwill: } 1678 - 1000 = 678$$

##### . Metoda e anglosaksonëve

$$\text{Vlera globale: } \frac{1000 + (200 - 0,08 \times 1000)}{0,12} = 2000$$

$$\text{Goodwill: } 2000 - 1000 = 1000$$

Atëherë vëmë re se goodwill-i luhetet ndjeshëm në funksion të metodës së marrë.

	Metoda e drejtpërdrejtë	Metoda e BEK	Metoda e anglosaksonëve
Goodwill	334	678	1000

Duke mbajtur 15% për normën e rentabilitetit të aksioneve dhe 10% për normën pa rrezik, do të kemi:

	Metoda e drejtpërdrejtë	Metoda e BEK	Metoda e anglosaksonëve
Goodwill	167	502	667

Ky shembull na ilustron ndjeshmërinë e goodwill-it ndaj normave të marra.

## SEKSIONI III: OPERACIONET ME EFEKTIN E LEVËS: LBO

Operacionet me efektin e levës kanë si synim të pakësojnë hyrjen në fonde të vetat. Ndër këto struktura, "Leverage Buy Out", LBO, zënë vend të veçantë.

LBO është një montim juridiko-financiar i rimarrjes së shoqërisë, që zakonisht quhet e synuar, me ndërmjetësinë e një holdingu, shoqërie të ndërtuar për këtë veprim dhe që ka si qëllim të mbajë titujt e shoqërisë së synuar.

Holdingu ka si të vetmet të ardhura dividendet që derdh shoqëria e synuar dhe si barrë të vetme ka, veç shpenzimeve të menaxhimit, shërbimin e borxhit: shlyerjen e huave dhe të barrëve të interesave.

### I. PASOJAT E LEVËS

Ky montim ka interes për pasojën e dyfishtë të levës: leva e hyrjes në borxh dhe leva e kontrollit, të cilat duke i grumbulluar pasojat e tyre mundësojnë të kufizohen hyrjet e kapitaleve të rimarrësve.

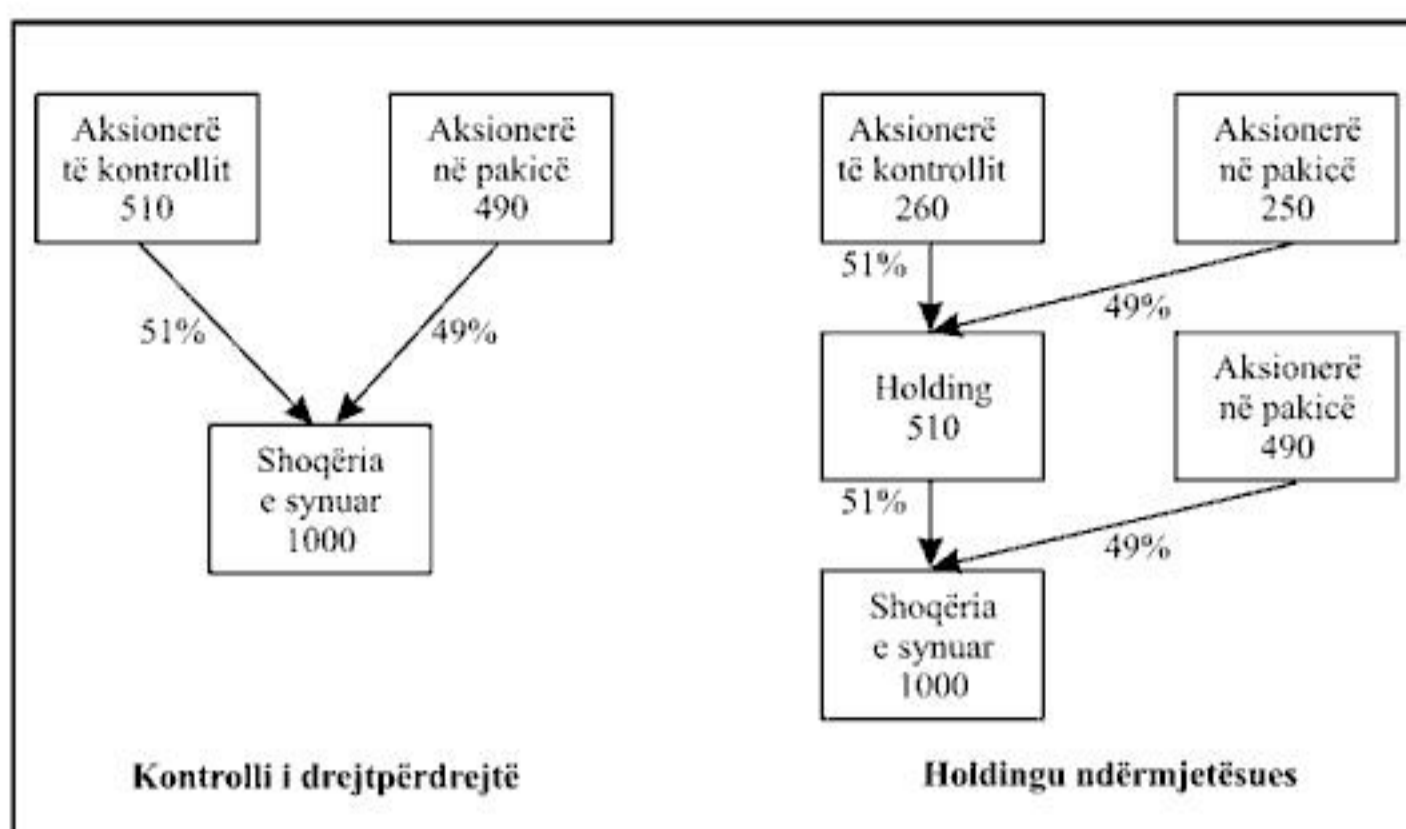
Efekti i levës financiare, një pikë që e trajtuam në kreun 8, dëshmon për ndikimin e hyrjes në borxh mbi normën e rentabilitetit të kapitalit: norma e rentabilitetit është një funksion në rritje i normës së hyrjes në borxh, nëse kostoja e borxhit është më e ulët sesa rendimenti i aktiveve.

#### I.1. LEVA JURIDIKE

Ndërtimi i një holdingu mundëson që të pakësohet kontrolli i aksionerëve mbi shoqërinë e synuar. Për të pasur kontrollin e një shoqërie nuk është e domosdoshme që të zotërosh 100 % të kapitalit, mjafton të kesh mbi 50 % të të drejtave të votës.

Le të marrim një shembull: të kemi një shoqëri të synuar të vlerësuar 1000. Për të marrë kontrollin e drejtpërdrejtë të saj, investimi duhet të jetë 51%, domethënë 510. Kur fusim një shoqëri holding, kontributi i aksionerëve kalon në 260 në vend të 510.





Duke futur një shoqëri të dytë holding, kontributi i aksionerëve vete të 1000 x 51 % x 51 % domethënë 133. Mekanizmi i njohur mirë i holdingëve në katarakt u mundëson aksionerëve të kontrollojnë shoqëritë duke e pakësuar kontributin e tyre në kapital.

Shumëzimi i holdingëve të ndërmjetëm nuk bëhet pa probleme. Strukturat ndërmjetësuese konsumojnë kohë dhe përftojnë kosto: shpenzimet e menaxhimit, vërtetimi i llogarive, shpenzime të mbledhjeve, honorare të pjesëmarrjes. Për secilën etapë të montimit duhet të gjenden partnerë, të cilët t'u ngjallin besim aksionerëve që këta ta pranojnë të jenë në pakicë. Këto probleme nganjëherë i shtojnë aksionerët e holdingëve ta thjeshtojnë strukturën e tyre, duke e pakësuar numrin e shtresave.

## 1.2. NDËRTHURJA E LEVAVE FINANCIARE DHE JURIDIKE

Ndërthurja e efektit të levës financiare dhe të efektit të levës juridike e pakëson edhe më tej kontrollin e aksionerëve të holdingut mbi shoqërinë e synuar.

Në shembullin e dhënë prej nesh, do të pranojmë se aksionerët e kufizojnë kontributin e tyre në 210 dhe marrin hua 300.

Leva e hyrjes në borxh do të jetë 210 => 510 domethënë 2,42

Leva e pjesëmarrjes 510 => 1000 domethënë 1,96

Së fundi, me një prurje prej 210, aksionerët ushtrojnë me anë të ndërmjetësisë së holdingut kontrollin e një shoqërie të vlerësuar 1000, domethënë me një shumëfishim të kontrollit prej:  $2,42 \times 1,96 \Rightarrow 4,74$ .

## 2. MEKANIZMAT E LBO

### 2.1. TIPOLOGJIA E LBO-VE

Termi i përgjithshëm LBO shënon gjithë operacionin e rimarrjes me efektin e levës.

LMBO (Leverage Management Buy Out) ose frëngjisht R.E.S. (Riblerja e ndërmarrjes nga punonjësit) është një operacion i rimarrjes së ndërmarrjes nga ana e ekipit drejtues.

Nëse marrin pjesë në operacion kuadro të jashtëm, atëherë kemi BIMBO (Buy in Management Buy Out, domethënë ndërthurje e një Buy dhe e një Management buy out).

LBU-të (Leverage Build Up) janë blerje të shoqërive me anë të një LBO në po të njëjtin sektor për të përfituar bashkëveprim industrial.

## 2.2. KUSHTET PËR TË DALË ME SUKSES

Suksesi i montimit mbështetet në aftësinë e të synuarës për të përfutur cash flow të rregullta me qëllim që të derdhen në holding dividendet e domosdoshme për rimbursimin e borxheve.

Aftësia e të synuarës për të shpërndarë dividende përcakton të ardhurat për holdingun, domethënë aftësinë e saj për të hyrë në borxh, kurse për një madhësi të caktuar të kontributit në kapital, aftësinë globale të financimit. Para se të derdhen dividendet, e synuara duhet të mbulojë financimin e nevojshëm për vijimësinë e shfrytëzimit të saj: investimet, nevojat në fonde qarkullimi, po qe rasti dhe rimbursimin e huave.

Të synuarat që parapëlqehen në këto operacione duhet të zotërojnë karakteristikat e mëposhtme:

- rentabilitet të lartë,
- të mos kenë nevojë për investime të mëdha në afat të mesëm,
- të kenë borxhe të veta të pakta.

## 2.3. REGJIMI FISKAL

Në një operacion për LBO:

- shoqëria e synuar zakonisht duhet të jetë fitimprurëse për të përligjur rimarrjen e saj. Ajo përbën subjekt për tatime mbi shoqëritë.

- shoqëria holding ka një rezultat fiskal me deficit: dividendet që merr nga e synuara janë të patatueshme (regjimi amë/bijë). Veç kësaj, për shkak se ka hyrë në borxh, holdingu mbështet shpenzimet financiare që përgjithësisht janë të larta.

Regjimi i integritetit fiskal mundëson të trajtohen nga ana fiskale holdingu dhe e synuara si të përbënin një shoqëri të vetme. Kjo përligjet sepse po të kishte marrë holdingu drejtpërdrejt aktivet e të synuarës, një shoqëri e vetme do t'i mbante njëkohësisht aktivet dhe borxhet e blerjes. Në këtë skemë, barrët financiare të borxhit do të duhej të zbriteshin nga rezultati fiskal.

## 2.4. PËRFTIMET NGA LBO

LBO përmbledhin dy kategori të mëdha aksionerësh: investuesit dhe drejtuesit-aksionerë.

Synimi i të parëve është të investojnë fonde në aktivet, që do t'i prodhojnë në të tjerët. Objektivi i tyre nuk është të mbeten në veprimtarinë, në të cilat kanë investuar. Drejtuesit-aksionerë nuk kanë po të njëjtat pikësynime: prania e disave është kalimtare, gjatë një farë kohe ata sigurojnë një vazhdimësi, që u jep siguri investuesve, ndërsa disa të tjerë nuk kanë ndonjë kufizim për kohën.

Kohështrirja e investuesve zakonisht është nga 3 deri në 5 vjet. Shkëputja mund të jetë e plotë ose e pjesshme, sipas rastit nëse blerësit do t'i marrin të gjithë titujt ose një pjesë.

Ndërprerja është e tërthortë, meqë bëhet nëpërmjet holdingut: ndërprerja e tij kërkon transferimin e pronësisë së të synuarës; mund të jetë e drejtpërdrejtë kur e synuara cedohet drejtpërdrejt. Në këtë rast, produkti i cedimit shkon te holdingu dhe ndahet ndërmjet aksionerëve.

Shpërbërja e LBO mund të marrë formën e një cedimi për një industrialist, hyrjen në bursë ose edhe nëpërmjet një LBO-je dytësore, një formulë kjo që është më e shpeshtë, domethënë cedimi financiarëve të tjerë, që ngrenë një LBO të re.





## SEKSIONI IV: KONSOLIDIMI I LLOGARIVE

Strategjia e rritjes së jashtme të ndërmarrjeve çon te krijimi i grupeve, që janë forma organizimi të shoqërive tepër të përhapura sot.

Përkufizimi i grupeve përmban tre elementë: grupi është një bashkësi shoqërisht autonome juridikisht, të kontrolluara prej një shoqërie amë, e cila përcakton strategjinë e përbashkët. Shkalla e kontrollit e ushtruar nga shoqëria amë ndryshon sipas llojit të grupit.

Gjendja financiare e një grupi nuk mund të vlerësohet nga leximi i thjeshtë i bilanceve dhe i llogarive të rezultateve të shoqërive, që e përbëjnë. Që të kuptohet gjendja, duhet të ndërtohet një informacion financiar homogjen, i cili të pasqyrojë në mënyrën besnike më të mirë veprimtarinë dhe pronësinë e grupit: ky është objektivi i konsolidimit.

Sipas PKP, qëllimi i konsolidimit është të paraqiten trashëgimia, gjendja financiare dhe rezultatet e shoqërive që përbëjnë grupin, sikur të ishte një entitet i vetëm.

Pasi të përpikësohet fusha e konsolidimit, paraqiten njëra pas tjetrës metodat e konsolidimit, problemet teknike të konsolidimit, e më pas problematika e shmangies nga konsolidimi i parë.

### I. PERIMETRI I KONSOLIDIMIT

Tekstet që japin rregullat e konsolidimit në Francë janë:

- Ligji i 3 janarit 1985, si përshtatje në Francë e direktivës europiane lidhur me llogaritë e konsoliduara, dhe dekreti i zbatimit i 17 shkurtit 1986.

- Rregullorja CRC 00 – 02 e 29 prillit 1999 lidhur me llogaritë e konsoliduara të shoqërive tregtare dhe ndërmarrjeve publike.

Konsolidimi i kontove është i detyrueshëm kur 2 nga 3 kriteret e mëposhtme bashkohen:

- Shifra e xhirove është më e lartë ose e barabartë me 30 M€,
- Numri i të punësuarve është më i lartë ose i barabartë me 250,
- Totali i bilancit është më i lartë sesa 15 M€.

Detyrimi për të botuar llogaritë e konsoliduara zbatohet për shoqëritë tregtare, të cilat kontrollojnë në mënyrë përjashtimore ose të përbashkët një a më shumë ndërmarrje të tjera, ose që ushtrojnë ndikim të fuqishëm mbi to.

Perimetri i konsolidimit, ose me fjalë të tjera tërësia e shoqërive që do të mbahen në konsolidim përfshin shoqërinë amë dhe shoqëritë, në të cilat ajo ushtron ndikim të ndjeshëm, domethënë ato në të cilat ajo mban drejtpërdrejt ose tërthorazi më shumë se 20 % të të drejtave të votës.

Duhet saktësuar dy nocione: përqindja e interesit dhe përqindja e kontrollit.

**1. përqindja e interesit** është përpjesa e kapitalit të mbajtur prej shoqërisë amë, drejtpërdrejt ose tërthorazi, në shoqërinë e kontrolluar.

**2. përqindja e kontrollit** na jep lidhjen e varësisë së drejtpërdrejtë ose të tërthortë ndërmjet shoqërisë amë dhe shoqërisë së kontrolluar; në fakt, nu-

mrin e të drejtave të votave të mbajtura prej shoqërisë amë. Ky është një tregues i pushtetit që na mëson mbi lidhjen e varësisë lidhur me shoqërinë amë. Ai shërben për të përcaktuar metodën e konsolidimit që duhet marrë.

**Ilustrim:** le të kemi shoqërinë amë M dhe dy shoqëri A e B, lidhjet e të cilave me M-në janë si më poshtë:

#### RASTI I PARË

<pre> graph TD     M[M] -- 70% --&gt; A[A]     M[M] -- 20% --&gt; B[B]     A[A] -- 60% --&gt; B[B]         </pre>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Përqindja e kontrollit të M te B:</u> M kontrollon A-në. Përqindja e kontrollit të M te B është prej: <math>60\% + 20\% = 80\%</math> për arsye të 20 % të kontrollit të drejtpërdrejtë dhe 60 % të kontrollit të tërthortë. Kështu M mban 80 % të të drejtave të votës te B</li> <li>• <u>Përqindja e interesit të M te B:</u> <math>20\% + (60 \times 70\%) = 62\%</math></li> </ul>
---	--

#### RASTI I DYTË

<pre> graph TD     M[M] -- 70% --&gt; A[A]     M[M] -- 20% --&gt; B[B]     A[A] -- 30% --&gt; B[B]         </pre>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Përqindja e kontrollit të M te B:</u> M kontrollon: A-në. Përqindja e kontrollit të M te B është prej: <math>30\% + 20\% = 50\%</math>.</li> <li>• <u>Përqindja e interesit të M te B:</u> <math>20\% + (30 \times 70\%) = 41\%</math></li> </ul>
---	---

#### RASTI I TRETË

<pre> graph TD     M[M] -- 20% --&gt; A[A]     M[M] -- 25% --&gt; B[B]     A[A] -- 30% --&gt; B[B]         </pre>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Përqindja e kontrollit të M te B:</u> M nuk e kontrollon A-në. Përqindja e kontrollit të M te B është prej: 25 %</li> <li>• <u>Përqindja e interesit të M te B:</u> <math>25\% + (20 \times 30\%) = 31\%</math></li> </ul>
---	--

Konsolidimi kryhet qoftë me integrimin global ose përpjesëtimor në bilanc dhe llogarinë e rezultatit të konsolidueses në secilin element të bilancit dhe të llogarisë së rezultatit të konsolidueses, qoftë duke i bërë të barasvler-shme të konsoliduesja pjesën e saj kuotë në gjendjen neto dhe në rezultatin e së konsoliduarës.

Metoda e konsolidimit që merret është në funksion të lidhjeve ndërmjet konsolidueses dhe të konsoliduarës:

KONTROLL EKSKLUZIV	=> INTEGRIM GLOBAL
KONTROLL I PËRBASHKËT	=> INTEGRIM PËRPJESËTIMOR
NDIKIM I NDJESHËM	=> VËNIE NË BARASVLERË.

- **Kontrolli ekskluziv** del qoftë nga mbajtja e drejtpërdrejtë ose e tërthortë e shumicës së të drejtave të votës, qoftë nga caktimi gjatë dy ushtrimeve të njëpasnjëshme të shumicës së anëtarëve të organeve të administrimit, të drejtimit ose të mbikëqyrjes, qoftë së fundi nga ushtrimi i një ndikimi mbizotërues. Kjo gjendje i përgjigjet skemës nr. 1 të faqes së mëparshme.

- **Kontrolli i përbashkët** përkufizohet si ndarja e kontrollit të një ndërmarrjeje të shfrytëzuar së bashku ndërmjet një numri të kufizuar partnerësh ose aksionerësh. Kjo i përgjigjet skemës nr. 2.

- **Ndikimi i ndjeshëm** nënkuptohet kur një ndërmarrje zotëron, drejtpërdrejt ose tërthorazi, një fraksion të paktën të barabartë me 20 % të të drejtave të votës. Ky është rasti i skemës nr. 3.

## 2. METODAT E KONSOLIDIMIT

### 2.1. KONSOLIDIMI NËPËRMJET INTEGRIMIT GLOBAL

#### 2.1.1. PARAQITJA E METODËS

Konsolidimi nëpërmjet integrimit global do të thotë që në bilancin dhe në llogarinë e rezultatit të shoqërisë konsoliduese të integrohen elementët e trashëgimisë dhe të shfrytëzimit të shoqërive të konsoliduara, pas ritrajtimit dhe eliminimit të operacioneve reciproke.

Secila pikë e bilancit dhe e llogarisë së rezultatit të shoqërisë së konsoliduar rimerret për madhësinë e saj që figuron në bilanc dhe në llogarinë e rezultatit. Titujt e shoqërisë së konsoliduar fshihen nga aktivi i shoqërisë amë.

Për shoqëritë që nuk kontrollohen 100 % nga shoqëria amë, pjesa kuotë e gjendjes neto që u shkon aksionerëve në pakicë figuron te “interesat e pakicës”.

#### 2.1.2. ZBATIMI

Le ta ilustrojmë konsolidimin nëpërmjet integrimit global me anën e një shembulli të thjeshtë.

Le të kemi një shoqëri amë A dhe një filial B, bilancet e të cilave dhe llogaritë e rezultatit të thjeshtuara do të ishin si më poshtë:

#### BILANCET E SHOQËRISË AMË DHE TË FILIALIT B

<b>AKTIVI</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>PASIVI</b>	<b>A</b>	<b>B</b>
Kapitalet e ngurtësuara	1 500	800	Kapitali i shoqërisë	1 700	500
Titujt e pjesëmarrjes	900		Rezerva	500	200
prej të cilëve tituj të B	500		Rezultati	200	100
Aktivi qarkullues	600	500	Pasivi i kërkueshëm	600	500
<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 000</b>	<b>1 300</b>	<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 000</b>	<b>1 300</b>

#### LLOGARITË E REZULTATIT TË A DHE TË B

	<b>A</b>	<b>B</b>
Produktet e shfrytëzimit	5 600	3 258
Barrët e shfrytëzimit	5 205	2 968
Rezultati i shfrytëzimit	395	290
Produktet financiare	12	2
Barrët financiare	64	56
Rezultati financiar	- 52	- 54
Produktet e jashtëzakonshme	124	76
Barrët e jashtëzakonshme	172	168
Rezultati i jashtëzakonshëm	- 48	- 92
Tatimet s/ shoqëritë	95	44
Rezultati neto	200	100

Ta zëmë se A-ja mban drejtpërdrejt 80 % të kapitalit të B-së. Meqë A ushtron kontroll ekskluziv, metoda e konsolidimit është integrimi global. Bilanci dhe llogaria e rezultatit të konsoliduar na paraqiten si më poshtë:



a) *Bilanci i konsoliduar*

## BILANCI I KONSOLIDUAR

AKTIVI	A	PASIVI	A
Kapitalet e ngurtësuar	2 300	Kapitali i shoqërisë	1 700
Titujt e pjesëmarrjes	400	Rezerva	560
		Interesa të pakicës	160
		Rezultati	280
Aktivi qarkullues	1 100	Pasivi i kërkueshëm	1 100
<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 800</b>	<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 800</b>

Te aktivi, titujt e pjesëmarrjes së B-së të mbajtura nga A-ja fshihen (500) në bilancin e konsoliduar; mbeten vetëm titujt e tjerë të pjesëmarrjes, të mbajtur nga A-ja (400). Për secilën prej pikave të tjera të aktivit, bëhet mbledhja e madhësive që figurojnë te A dhe B. Te pasivi, kapitali është ai i konsolidueses.

Madhësia e rezervave është  $500 + (500 + 200) \times 80\% - 500 = 560$ . Për ta gjetur, shtojmë rezervat e A-së, kapitalin dhe rezervat e B-së në lartësinë e pjesëmarrjes së A-së te B-ja, prej së cilës zbritet madhësia e pjesëmarrjes së A-së te B-ja.

Interesat e pakicës janë të barabarta me  $(500 + 200 + 100) \times 20\%$ , domethënë në pjesën kuotë të pakicës në kapital, rezervat dhe rezultatin.

Rezultati është i barabartë me rezultatin e A-së, plus pjesën e saj kuotë në atë të B-së:  $200 + 100 \times 80\% = 280$ .

b) *Llogaria e rezultatit e konsoliduar*

## LLOGARIA E REZULTATIT TË KONSOLIDUAR

Produktet e shfrytëzimit	8 858
Barrët e shfrytëzimit	8 173
Rezultati i shfrytëzimit	685
Produktet financiare	14
Barrët financiare	20
Rezultati financiar	- 106
Produktet e jashtëzakonshme	200
Barrët e jashtëzakonshme	340
Rezultati i jashtëzakonshëm	- 140
Tatimet s/ shoqëritë	139
Rezultati neto	300
Rezultati që rivjen te konsoliduesja	280
Rezultati që rivjen te interesat e pakicës	20

Kryhet nëpërmjet shtimit për secilën pikë të barrëve dhe të produkteve. Rezultati shpaloset pjesërisht nga rezultati që i rivjen shoqërisë amë dhe pjesërisht nga rezultati që u rishkon interesave të pakicave.

## 2.2. KONSOLIDIMI NËPËRMJET INTEGRIMIT PËRPJESËTIMOR

## 2.2.1. PARAQITJA E METODËS

Metoda e integrimit përpjesëtimor është për nga parimi e njëjtë me atë të integrimit global, me përjashtim të rastit kur integrimi bëhet përpjesëtimisht me interesat e shoqërisë amë në shoqërinë e konsoliduar. Atëherë nuk ka më interesa të pakicës.

### 2.2.2. ZBATIMI

Të hamendësojmë tashti, mbi bazën e bilanceve dhe të llogarive të rezultatit të A-së e të B-së, se pjesëmarrja e A-së në B-në do të ishte 50 %. Meqë A-ja ushtron kontroll të përbashkët mbi B-në, metoda e konsolidimit që duhet marrë është ajo e integritimit përpjesëtimor.

#### BILANCI I KONSOLIDUAR

AKTIVI	A	PASIVI	A
Kapitalet e ngurtësuara	1 900	Kapitali i shoqërisë	1 700
Titujt e pjesëmarrjes	400	Rezerva	350
		Interesa të pakicës	2500
Aktivi qarkullues	850	Pasivi i kërkueshëm	850
<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 150</b>	<b>GJITHSEJ</b>	<b>3 150</b>

#### LLOGARIA E REZULTATIT TË KONSOLIDUAR

Produktet e shfrytëzimit	7 229
Barrët e shfrytëzimit	5 205
Rezultati i shfrytëzimit	395
Produktet financiare	12
Barrët financiare	64
Rezultati financiar	-52
Produktet e jashtëzakonshme	124
Barrët e jashtëzakonshme	172
Rezultati i jashtëzakonshëm	-48
Tatimet s/ shoqëritë	95
Rezultati neto	250

Bilanci dhe llogaria e rezultatit e konsoliduar gjenden duke shtuar për çdo pikë madhësitë që figurojnë te llogaritë e A-së dhe 50 % të atyre që figurojnë në llogaritë e B-së.

### 2.3. VËNIA NË BARASVLERË

#### 2.3.1. PARAQITJA E METODËS

Metoda e vënies në barasvlerë do të thotë se vlera kontable e titujve të shoqërisë së vënë në barasvlerë, që figuron në bilancin e konsolidueses, të zëvendësohet nga pjesa kuotë e kësaj të fundit në gjendjen neto dhe rezultati i shoqërisë së vënë në barasvlerë, të përcaktuar mbi bazën e të drejtave të saj të votës.

#### 2.3.2. ZBATIMI

Të shqyrtojmë përsëri shoqëritë A dhe B, por këtë radhë A-ja mban 25 % të B-së. Meqë A-ja ushtron ndikim të ndjeshëm mbi B-në, rrjedhimisht metoda e konsolidimit do të jetë vënia në barasvlerë.

a) *Bilanci i konsoliduar*

## BILANCI I KONSOLIDUAR

AKTIVI	A	PASIVI	A
Kapitalet e ngurtësuar	1 500	Kapitali i shoqërisë	1 700
Titujt e pjesëmarrjes	600	Rezerva	175
prej të cilëve tituj të B: 200		Rezultati	225
Aktiviteti qarkullues	600	Pasivi i kërkueshëm	600
<b>GJITHSEJ</b>	<b>2 700</b>	<b>GJITHSEJ</b>	<b>2 700</b>

**Te aktivi,** rimarrim vlerat që figurojnë në bilancin e shoqërisë amë, me përjashtim të titujve të pjesëmarrjes të mbajtura te B-ja, të cilat vlerësohen me 25 %, domethënë:  $(500 + 200 + 100) = 200$ .

**Te pasivi,** kapitali i shoqërisë është ai i shoqërisë amë.

Rezervat janë baras me  $500 + (500 + 200) \times 25 \% - 500$ , pra 175, domethënë te rezervat e shoqërisë amë, nga pjesa e saj kuotë në rezervat dhe kapitali i B-së, duke zbritur nga vlera kontable titujt e B-së, të mbajtura nga A-ja.

b) *Llogaria e rezultatit të konsoliduar*

## LLOGARIA E REZULTATIT TË KONSOLIDUAR

Produktet e shfrytëzimit	5 600
Barrët e shfrytëzimit	5 205
Rezultati i shfrytëzimit	395
Produktet financiare	12
Barrët financiare	64
Rezultati financiar	- 52
Produktet e jashtëzakonshme	124
Barrët e jashtëzakonshme	172
Rezultati i jashtëzakonshëm	- 48
Tatimet s/ shoqëritë	95
Rezultati neto	200
Pjesa e rezultatit të shoqërive në barasvlerë	25
Rezultati neto i konsoliduar	225

Rezultati është ai i A-së duke iu shtuar pjesa e saj kuotë në atë të B-së, pra  $200 + 100 \times 25 \% = 225$ .

Pjesa kuotë e rezultatit të ardhur nga shoqëria e vënë në barasvlerë gjendet në llogarinë e rezultatit të konsoliduar. Afër kësaj, llogaria e rezultatit të konsoliduar është e njëjtë me atë të shoqërisë amë.



### 3. PROBLEMET TEKNIKE TË KONSOLIDIMIT

#### 3.1. HOMOGENIZIMI DHE RITRAJTIMET

Meqë konsolidim do të thotë të përbashkohen llogaritë, duhet paraprakisht të sigurohemi që të dhënat të jenë homogjene. Ka shumë mospërputhje në trajtimet e llogarive të shoqërive që do të konsolidohen. Vlerësimi i disa zërave (shpenzimet e ngritjes, amortizimet, furnizimet, stoqet dhe në proces...) u përgjigjen konsideratave fiskale dhe kontable të veçanta për secilin filial, e në veçanti kur në perimetrin e konsolidimit hyjnë filiale të vendeve të huaja. Veç kësaj, llogaritë duhet të mbyllen në po atë datë dhe të mbulojnë po të njëjtën periudhë. Së fundi, duhet të mënjanohen pasojat e regjistrimeve nga e kaluara për shkak të zbatimit të legjislacioneve fiskale (në veçanti për amortizimet, parapagimet me rregullore, subvencionet...).

Ritrajtimet synojnë që t'i harmonizojnë llogaritë e njësive të konsoliduara sipas po atyre parimeve, me qëllim që të përftohen gjendje financiare homogjene.

Ritrajtimet më të zakonshme janë këto më poshtë:

- kohëzgjatjet dhe mënyrat e amortizimit duhet të bëhen të njëtrajtshme; metoda e amortizimit linear është ajo që përdoret më shpesh,
- kredia me qiradhënie: sipas rregullores franceze lihet e drejta për të zgjedhur ndërmjet trajtimit si dhënie me qira ose si blerje e financuar me hua. Opsioni i dytë është më shumë në përputhje me realitetin ekonomik.
- parapagimet sipas rregullores nuk u përgjigjen barrëve aktuale ose të ardhshme, por një leverdie fiskale. Dotacionet gjatë ecures së ushtrimit hiqen prej rezultatit, dotacionet e krijuara më përpara kapërcehen te rezervat,
- vlerësimi i stoqeve.

#### 3.2. ELIMINIMI I OPERACIONEVE BRENDAGRUPORE

Duhet të eliminohen lëvizjet e bëra ndërmjet shoqërive që do të konsolidohen; mbahen vetëm operacionet e kryera me të tretët. Do të dallojmë dy raste: operacionet që nuk e prekin rezultatit e konsoliduar dhe ato që e prekin.

##### *a) Operacionet që nuk e prekin rezultatit*

Kështu për shembull, kur një shoqëri amë u jep hua filialeve, këto transaksione – huadhënie në llogaritë e shtëpisë amë, huamarrje në ato të filialeve – eliminohen nëpërmjet kompensimit në konsolidim.

Në rast integrimi global eliminohen kreditimet dhe borxhet reciproke. Ky eliminim kryhet në përputhje me përqindjen e pjesëmarrjes në integrimin përpjesëtimor. Në rast vënieje në barasvlerë, meqë nuk do të kemi integrim, operacionet e brendshme nuk eliminohen.

##### *b) Operacionet që e prekin rezultatit*

Rezultatet e marra gjatë operacioneve të brendshme duhet të rregullohen në konsolidim me qëllim që të mos dalë dy herë po ai fitim. Eliminimet bëhen globalisht në rastin e integritit global dhe përpjesëtimisht në rastin e konsolidimit përpjesëtimor.

Ndër ritrajtimet do të përmendim:

- Rezultatet e brendshme të përfshira në stoqet duhet të eliminohen, rezultati nxirret vetëm e vetëm nga shitja të tretëve të jashtëm dhe jo në rastin e cedimit të brendshëm.
- Detyrimet e brendshme me afat, mbivlerat e brendshme të realizuara gjatë cedimit bëjnë pjesë në transaksionet e brendshme, që duhen shuar nga rezultati.
- Parapagimet për zhvlerësimet e brendshme (dhe rimarrjet) do të eliminohen me kusht që të mos ketë kontabilizim të dyfishtë, sepse barra tashmë është marrë në llogari të pamjaftueshmëria e kapitaleve të veta.

- Dividendet e brendshme, të marra nga filialet tashmë janë të përfshira, që nga ushtrimi i mëparshëm. Po të merreshin parasysh në nivelin e konsolidimit, kjo do të shkaktonte që të kontabilizoheshin edhe një herë të dytë.

### 3.3. KONVERTIMI I LLOGARIVE TË FILIALEVE NË VENDET E HUAJA

Ka disa metoda për t'i konvertuar gjendjet financiare të filialeve në vendet e huaja.

Është arritur një farë pajtimi rreth parimeve të mëposhtme:

- Për bilancin, kursi që mbahet është ai në fuqi në datën e mbylljes së ushtrimit.

- Për llogarinë e rezultatit, produktet dhe barrët zakonisht konvertohen me kursin në fuqi në datën në të cilën janë konstatuar.

Shmangia e konstatuar e konvertimit për elementët e bilancit dhe për llogarinë e rezultatit regjistrohet te "Diferencat e konvertimit".

## 4. SHMANGIA E KONSOLIDIMIT TË PARË

Shmangia e konsolidimit të parë përbëhet prej diferencës ndërmjet kostonë së blerjes së titujve të një shoqërie dhe vlerës së pjesës kuotë që u përgjigjet kapitaleve të veta.

Si rregull, kostoja e blerjes së titujve është më e lartë sesa pjesa kuotë me të cilën japin të drejtën në kapitalet e veta. Trajtimi i kësaj shmangieje që në etapën e parë të konsolidimit të një filiali është etapë thelbësore për konsolidimin, e cila ka ndikim drejtpërdrejt mbi rezultatin e grupit.

Shmangia e konsolidimit të parë përfshin shmangien e vlerësimit dhe shmangien e blerjes.

### 4.1. SHMANGIA E VLERËSIMIT

Shmangia e vlerësimit, qoftë negative ose pozitive, vjen nga diferenca ndërmjet vlerës së tregut të disa aktiveve të përcaktueshme në shoqëri dhe vlerës së tyre kontable, të shprehur në kosto historike.

Kontabilizimi i shmangiejeve të vlerësimit kryhet nëpërmjet futjes në llogari për çdo pikë një pas një të aktivet përkatëse. Këto aktive më pas do të jenë objekt amortizimi ose zhvlerësi sipas rregullave që zbatohen zakonisht për këto kategori aktive:

- **të patrupëzuara:** nuk ka amortizim, por është i mundshëm zhvlerësi i jashtëzakonshëm,

- **troje:** nuk ka amortizim por është i mundshëm zhvlerësi i jashtëzakonshëm,

- **ndërtime:** amortizimi për kohëzgjatjen mbetëse.

### 4.2. SHMANGIA E BLERJES

Shmangia e blerjes është pjesa që nuk preket e diferencës ndërmjet çmimit të blerjes dhe vlerës neto të rivlerësuar të ndërmarrjes. Ajo njehsohet në mënyrën mbetëse, nëpërmjet diferencës midis shmangies së konsolidimit të parë dhe shmangies së vlerësimit. PKP e përshkruan si "fraksioni i çmimit, i paguar si kompensim për leverdinë që sjell marrja nën kontroll e ndërmarrjes: eliminimi i një ndërmarrjeje konkurrense, sigurimi i një furnizimi ose i një shitjeje në treg, përmirësimi i kushteve të prodhimit, zgjerimi jashtë vendit...".

Përdoren gjithashtu termat "goodwill" dhe "mbivlerë" për të emërtuar shmangiet nga blerja.

Nga ana kontable shmangia e blerjes pozitive përfshihet në aktivin e bilancit, te aktivi i ngurtësuar, dhe shuhet për kohëzgjatjen që duhet të pasqy-



rojë sa të jetë e mundur më shumë hipotezat e marra për bazë dhe objektivat e përcaktuar që në kohën e blerjes. Duhet të kryhen teste të zhvlerësimit në rastin kur ndodh diçka e paleverdishme; nuk ka ndonjë detyrim për të kryer testing e zhvlerësimit vjetor në rast amortizimi për një kohëzgjatje mbi 20 vjet.

Shmangia e blerjes negative përgjithësisht i përgjigjet një mbivlere potenciale, kur blerja është kryer në kushte të favorshme, është kontabilizuar në pasiv si parapagim për rreziqe dhe për barrë, kurse rimerret qoftë në mënyrë sistematike, qoftë në funksion të rezultateve të shoqërisë së konsoliduar. Zakonisht konstatimi i shmangie të vlerësimit pozitive nuk duhet të sjellë që të dalë një shmangie blerjeje negative.

Përdorimi i metodës së vënies në interesa të përbashkët, që do të thotë të kontabilizohen aktivet dhe pasivet e shoqërisë së konsoliduar në vlerën e tyre kontable e gjithashtu të mos shkaktohet që të ridalë shmangia e blerjes në bilancin e konsoliduar, është lejuar me rregulloren 99-02 të CRC por me disa kushte, e konkretisht që e synuara të merret me 90 % nëpërmjet emetimit të aksioneve. Kjo metodë përdoret shpesh në Francë për operacione të rëndësishme (Rhône – Poulenc / Hoechts, Carrefour / Promodès...).

### **Normat IAS/IFRS: Konsolidimi**

**1) Referimet:** IAS 27: Gjendjet financiare të konsoliduara dhe individuale

IAS 28: Kontabilizimi i

pjesëmarrjeve në

ndërmarrjet partnere

IAS 31: Informacionet financiare

lidhur me pjesëmarrjet

në ndërmarrjet

IAS 22: Grupimet e ndërmarrjeve

IAS 24: Palët e lidhura

**2) Përkufizimi:**

Norma IAS 27 zbatohet për përgatitjen dhe paraqitjen e gjendjeve financiare të konsoliduara të një grupi njësisish të kontrolluara prej një shoqërie amë.

Kontrolli sipas IAS 27 përkufizohet kështu: “pushteti për të drejtuar politikat financiare dhe operacionale të një ndërmarrjeje me qëllim që të arrihen përfitime prej veprimtarive të saj”.

- Amë është një ndërmarrje, e cila ka një a më shumë filiale.

- Filial është një ndërmarrje që kontrollohet prej një sipërmarrjeje tjetër (të quajtur amë).

Nënkuptohet se kontrolli ekziston që kur ama mban, drejtpërdrejt ose tërthorazi nëpërmjet filialeve të saj, më shumë sesa gjysmën e të drejtave të votës së një ndërmarrjeje, me përjashtim (rast i jashtëzakonshëm) nëse mund të dëshmohet se kjo mbajtje nuk e lejon kontrollin.

Kontrolli ekziston gjithashtu kur ama, mbajtëse e gjysmës ose më pak se kaq të të drejtave të votës së një ndërmarrjeje, zotëron:

- Pushtetin mbi më tepër sesa gjysma e të drejtave të votës për shkak të një marrëveshjeje me investues të tjerë;

- Pushtetin për të drejtuar politikat financiare dhe operacionale të ndërmarrjes për shkak të statutit ose të një kontrate;

- Pushtetin për të emëruar ose shkarkuar shumicën e anëtarëve të këshillit administrativ ose të organit drejtues; ose

- Pushtetin për të mbledhur shumicën e të drejtave të votës në mbledhjet e këshillit administrativ ose të organit të drejtimit.

Megjithatë, një filial përjashtohet nga perimetri i konsolidimit kur kontrolli është i përkohshëm.



Norma e përcakton që njësitë ad hoc ose "Special Purpose Entities SPE" duhet të konsolidohen në rast se ndërmarrja përfiton avantazhe dhe bart rreziqet e SPE, si dhe kur veprimtaritë kryhen për llogari të saj. Një SPE është një shoqëri, së cilës i janë transferuar aktivet dhe/ose pasivet.

Enron kaloi si amë në "strukturat e lehtësimit të bilancit" të saj me më shumë se 3000 SPE, prej të cilave 700 në galeritë fiskale. Prej këndeje kuptohet qasja e normalizuesve.

### **3) Metodatat e konsolidimit**

#### **3.1. Kontabilizimi i pjesëmarrjeve në filialet.**

IAS 27

Nocioni i kontrollit u përkufizua në pikën e mësipërme: pushteti për të drejtuar politikën financiare dhe operacionale të një ndërmarrjeje me qëllim që të nxirren avantazhe për veprimtaritë e saj. Metoda e referimit është konsolidimi global (integrimi global).

Gjendjet financiare të konsoliduara duhet të përcaktohen sipas metodave të njëtrajtshme.

Interesat e pakicës duhet të paraqiten në bilancin e konsoliduar me kapitalet e veta, por veçan prej kapitaleve të veta që janë pjesë e grupit.

#### **3.2. Kontabilizimi i pjesëmarrjes në bashkëndërmarrjet (nën kontroll të përbashkët). IAS 31.**

Një bashkëndërmarrje është një marrëveshje me kontratë, sipas së cilës dy palë ose më shumë merren vesh të ushtrojnë një veprimtari ekonomike nën kontrollin e përbashkët.

Kontrolli i përbashkët është pjesëmarrja mbi bazën e një marrëveshjeje kontratore për kontrollin e një veprimtarie ekonomike.

Norma njihet disa forma të kontrollit të përbashkët:

- Veprimtari të kontrolluara së bashku;
- Aktive të kontrolluara së bashku;
- Njësi të kontrolluara së bashku.

IAS 31 lejon përdorimin e dy metodave: integrimin përpjesëtimor (metoda e referimit) dhe vënien në barasvlerë. Megjithatë ky vendim mund të vihet në diskutim me parashikimin për vitin 2005, pasi IASB ka parashikuar a priori që të hiqet çfarëdo mundësie përdorimi të integritit përpjesëtimor në kuadrin e projektit të saj për përpunjen e IFRS dhe të US GAAP. Në fakt, me përjashtime të rralla, integrimi përpjesëtimor ndalohej prej US GAAP.

#### **3.3. Kontabilizimi në pjesëmarrjet të ndërmarrjet partnere: vënia në barasvlerë. IAS 28.**

Ndërmarrje partnere është një ndërmarrje në të cilën investuesi ka ndikim të ndjeshëm dhe ajo nuk është as një filial dhe as një bashkëndërmarrje.

Ndikimi i ndjeshëm është pushteti për të marrë pjesë në vendimet e politikës financiare dhe operacionale të ndërmarrjes, por megjithatë pa ushtruar kontroll mbi politikën e saj.

Teksti e saktëson që investuesi nënkuptohet se ka ndikim të ndjeshëm nëse mban, drejtpërdrejt nëpërmjet filialeve, 20 % ose më shumë të të drejtave të votës së ndërmarrjes që mbahet.

Metoda e kontabilizimit është vënia në barasvlerë.

**Normat IAS/IFRS: Shmangia e blerjes ose goodwill:**

**1) Referimet:** IAS 22: Grupimet e ndërmarrjeve

IAS 36: Zhvlerësimi i aktiveve

IAS 38: Kapitallet e ngurtësuara të patrupëzuara

**2) Përkufizimet:**

Blerja është një grupim i ndërmarrjeve, në të cilin njëra prej njësive, blerësja, merr kontrollin e aktiveve dhe të veprimtarive të një njësie tjetër, njësisë që blihet, në këmbim të një transferte aktivesh, të marrjes përsipër të pasivit ose të emetimit të titujve të kapitaleve të veta.

IAS 22 e përkufizon shmangien e blerjes si tepricën e kostos së blerjes mbi pjesën e interesave të blerësit për vlerën korrekte të aktiveve dhe të pasiveve të përcaktueshme, të blera në datën e operacionit.

Data e blerjes përkufizohet si data në të cilën kontrolli i aktivitetit neto dhe i veprimtarive të ndërmarrjes së blerë i transferohet efektivisht blerësit.

Kostoja e blerjes së titujve përfshin çmimin e blerjes të shtuar me kostot e tjera të blerjes të tatueshme.

**3) Kontabilizimi:**

a) Kontabilizimi i aktiveve dhe i pasiveve të përcaktueshme:

Aktivet dhe pasivet e përcaktueshme duhet të kontabilizohen në mënyrë të veçantë në datën e blerjes nëse dhe vetëm nëse:

- Është e mundur që të gjitha avantazhet ekonomike të ardhshme përkatëse do t'i kalojnë blerësit;

- Është i disponueshëm një vlerësim i besueshëm i kostos së tyre ose i vlerës së tyre korrekte.

b) Kontabilizimi dhe vlerësimi i goodwill-it

Sipas IAS 22, shmangia e blerjes kontabilizohet te aktivi me koston e saj (të barabartë me tepricën e kostos së blerjes mbi pjesën e interesave të blerësit në vlerën korrekte të aktiveve dhe të pasiveve të përcaktueshme).

c) Zhvlerësimi i goodwill-it

Në mbyllje të secilit ushtrim njësia duhet të çmojë vlerën e marrshme të goodwill-it. Në rast se kjo vlerë do të jetë bërë më e vogël sesa vlera kontable e goodwill-it, humbja e vlerës duhet të kontabilizohet. Është puna për një ndryshim të madh dhe të kohëve të fundit, sepse tashmë diferenca e blerjes nuk amortizohet më në mënyrë sistematike.

d) Kontabilizimi i shmangies së blerjes negative

Sipas normës, meqë çmimi i paguar nga blerësi është më i ulët sesa pjesa e interesave të blerësit në vlerën korrekte të aktiveve dhe të pasiveve të përcaktueshme të ndërmarrjes që blihet, duhet të kontabilizohet një shmangie blerjeje negative ose dhe një badwill, duke zbritur shmangiet e blerjes pozitive të kontabilizuara në aktiv.

**4) Dallimet kundrejt normave franceze:**

a) Kostoja e blerjes së titujve

Sipas rregullave franceze, kostoja e blerjes së titujve njehsohet neto prej tatimesh; norma IAS 22 e përfshinte madhësinë bruto në koston e blerjes.

b) Kohëzgjatja e amortizimit të goodwill

Kohëzgjatja e amortizimit në normat franceze nuk është e kufizuar; norma IAS 22 parashikonte një test të zhvlerësimit për secilën mbyllje.

*c) Goodwill negativ ndaj bilancit*

*Shmangia e blerjes negative përfshihet në pasiv sipas normave franceze, ndërsa sipas normës 22 përfshihet në aktiv, duke zbritur goodwill-in pozitiv.*

*d) Futja në llogari e shmangies së blerjes mbi kapitalet e veta*

*Kjo futje në llogari që pranohet në normat franceze, është e ndaluar në IFRS.*

*e) Dispozitat për ristrukturimin në kuadrin e një grupimi ndërmarrjesh*

*Në IFRS kushtet për kontabilizimin e kostove të ristrukturimit të ndërmarrjes së blerë janë shumë më kufizuese, sesa në parimet franceze.*

*Në parimet franceze, kostot e ristrukturimit të ndërmarrjes së blerë vështrohen si një pasiv i përcaktueshëm, nëse plani i bërë për studim që nga data e blerjes është i detajuar dhe njoftohet më e vona në fund të shtyrjes së vënies në përdorim (deri në 24 muaj).*

*Në IFRS aktuale është e domosdoshme që të njoftohen vijat e mëdha të planit që nga data e blerjes dhe plani duhet të përfundojë brenda 3 muajsh nga data e blerjes. Në parashikimin e vitit 2005, kushtet do të jenë edhe më kufizuese, sepse do të hiqet shtyrja prej 3 muajsh: kostot e ristrukturimit nuk do të mund të konstatohen në pasive të përcaktueshme veç nëse përbëjnë, më e vona në datën e blerjes, një pasiv për këtë ndërmarrje, domethënë nëse plani i detajuar njoftohet më e vona në datën e blerjes.*

*Mospërputhja është edhe më e madhe për ndërmarrjet franceze të kuoutara, që për të krijuar rezerva për ristrukturimin dhe për të mundur kështu të shtojnë shmangien e blerjes, do të jenë të detyruara të njoftojnë publikisht vijat e mëdha të planit të ristrukturimit që nga njoftimi i një blerjeje dhe ta përfundojnë brenda 3 muajve. Në kohën e vitit 2005 do të duhet gjithashtu që të njoftohen hollësitë e planit më e vona në datën e blerjes.*



## PJESA 4

### MENAXHIMI NDËRKOMBËTAR I NDËRMARRJES

Sot janë të rralla ndërmarrjet që e kufizojnë veprimtarinë e tyre me tregun e brendshëm. Janë të shumta ato që shesin, blejnë dhe investojnë jashtë vendit. Kjo përmasë ndërkombëtare e veprimtarisë së tyre megjithatë sjell edhe probleme e rreziqe të tjera.

Fusha e financës së ndërmarrjes për këtë arsye është zgjeruar me problematikën financiare ndërkombëtare. Tashmë financierët veprojnë me valutë, ndeshen me rreziqe të reja, si: këmbimi, rreziqet politike, mostransferimi..., organizojnë financime në tregun ndërkombëtar të kapitaleve, vlerësojnë investime jashtë vendit, propozojnë financime për klientët e tyre jashtë shtetit.

Kjo pjesë e katërt do të trajtojë mekanizmat dhe teknikat financiare ndërkombëtare.

Kreu i parë do t'u përgjigjet kryesisht dy pyetjeve. Operacionet ndërkombëtare nënkuptojnë se ka shlyerje ndërmjet një blerësi dhe një shitësi, të cilët u përkasin dy vendeve të ndryshme, me ndërmjetësimin e bankave: me anë të cilëve mekanizma i sigurojnë ata transfertat e tyre ndërkombëtare? Dhe cilat janë mjetet për pagesa që zotërojnë eksportuesit për të pasur në rregull kreditimet e tyre për blerësit e tyre të huaj?

Kreu i dytë do të trajtojë tregun e këmbimeve dhe tregjet ndërkombëtare të kapitaleve. Tregu i këmbimeve siguron ballafaqimin ndërmjet kërkesës dhe ofertës së konvertimit të valutave, me qëllim që të përcaktohet kursi i këmbimit. Operacionet në valutë gjithashtu paraqesin një rrezik të veçantë, rrezikun e këmbimit, kundrejt të cilit teknikisht është e mundur të mbulolesh, të paktën për valutat kryesore. Tregu i këmbimeve është tregu i operacioneve afatshkurtra. Tregu ndërkombëtar i kapitaleve po ashtu ka pjesë me afat të mesëm dhe afat të gjatë, të cilat përbëjnë një burim financimi për ndërmarrjet e mëdha.

Së fundi, kreu i fundit jep me hollësi teknikat kryesore të financimit të tregtisë ndërkombëtare.

Plani i kësaj pjese të katërt është si më poshtë:

Kreu 12	:	Pagesat bankare ndërkombëtare.
Kreu 13	:	Tregu i këmbimeve dhe tregu ndërkombëtar i kapitaleve.
Kreu 14	:	Teknikat e financimit të tregtisë ndërkombëtare.



## KREU 12

### PAGESAT BANKARE NDËRKOMBËTARE

Në punën e përditshme bankat kryejnë pagesa ndërkombëtare si për llogari të klientelës së tyre, edhe për llogari të vet. Këto shlyerje kryhen nëpërmjet veprimeve të thjeshta të dokumenteve shkresore kontable ndërmjet bankave në bashkëveprim.

Zhvillimi i shpejtë i transaksioneve ndërkombëtare i ka bërë bankat që të organizojnë një sistem, të destinuar për të siguruar shlyerjet ndërkombëtare: rrjetin SWIFT.

Plani i këtij kreu është si më poshtë:

Seksioni I	: Qarku bankar i pagesave ndërkombëtare.
Seksioni II	: Mjetet e pagesave ndërkombëtare.





# SEKSIONI I: QARKU BANKAR I PAGESAVE NDËRKOMBËTARE

## I. MEKANIZMI I PAGESAVE NDËRKOMBËTARE

Çelësin e kubesë së mekanizmit të shlyerjeve ndërkombëtare e përbën rrjeti i korrespondentëve, të cilin e mbajnë gjithë bankat e mëdha ndërkombëtare në mbarë botën, domethënë bankat e huaja, pranë të cilave kanë hapur një llogari të regjistruar me valutën e vendit të këtyre të fundit.

Bankat franceze me shtrirje ndërkombëtare gjithashtu hapin llogari të regjistruara në dollarë pranë bankave në Shtetet e Bashkuara, llogari në franga zvicerane pranë bankave zvicerane, llogari në jen pranë bankave japoneze etj.

Këto llogari në valutë zakonisht quhen llogari “NOSTRI”.

Në mënyrë simetrike po ashtu bankat e huaja hapin llogari të regjistruara në euro pranë bankave franceze. Këto llogari quhen llogaritë “LORI”.

Shlyerjet ndërkombëtare kryhen nëpërmjet veprimeve të thjeshta të dokumenteve të shkruara kontable ndërmjet llogarive NOSTRI dhe LORI.

Le ta ilustrojmë këtë mekanizëm nëpërmjet një shembulli:

Një eksportues francez shlyhet me një klient zviceran për shumën 200 000 franga zviceranë.

Operacioni skematikisht shtjellohet në katër etapa:

- Klienti zviceran i jep udhëzime bankës së vet, për shembull Crédit Suisse, të transferojë shumën prej 200 000 FZ në emrin e furnizuesit francez të llogaria e tij pranë BNP Paribas në Paris.

- Crédit Suisse, me kusht që gjendja e llogarisë së blerësit ta japë mundësinë, e debiton llogarinë e këtij për të kredituar llogarinë LORO të BNP Paribas. Llogaria LORO e BNP Paribas pranë Crédit Suisse na paraqitet kështu:

**CREDIT SUISSE**  
Llogaria LORO e BNP Paribas  
| + 200 000 FZ

- Crédit Suisse përkatësisht e njofton BNP Paribas me teleks, që llogaria e saj LORO është kredituar me 200 000 FZ. Kontabiliteti i BNP-së e regjistron shtimin e shumës së parave të bankës duke debituar llogarinë e vet NOSTRO në FZ të Crédit Suisse. Pozita e llogarisë NOSTRO bëhet:

**BNP PARIBAS**  
Llogaria NOSTRO te Crédit Suisse  
+ 200 000 FZ |

- BNP Paribas, pasi i ka ceduar FZ në tregun e këmbimit, krediton llogarinë e eksportuesit francez.

Nëse në vend të frangut zviceran kreditimi i eksportuesit do të regjistrohej në euro, Crédit Suisse do të kishte:

- kërkuar nga BNP Paribas të debitonte llogarinë e saj në euro me madhësinë e kreditimit (llogaria LORO e Crédit Suisse pranë BNP Paris).

- kredituar llogarinë e vet në euro në regjistrat e vet për të njëjtën madhësi për të konstatuar pakësimin e gjendjes së parave të veta (llogaria NOSTRO e Crédit Suisse).

## 2. SHLYERJET NDËRKOMBËTARE: SHEMBULLI I RRJETIT SWIFT

Përdorimi i postës dhe i teleksit për të kryer transferta ndërkombëtare paraqet mjaft vështirësi, sidomos në fushën e besueshmërisë, të sigurisë, të vonesave të ecurisë, të kostove...

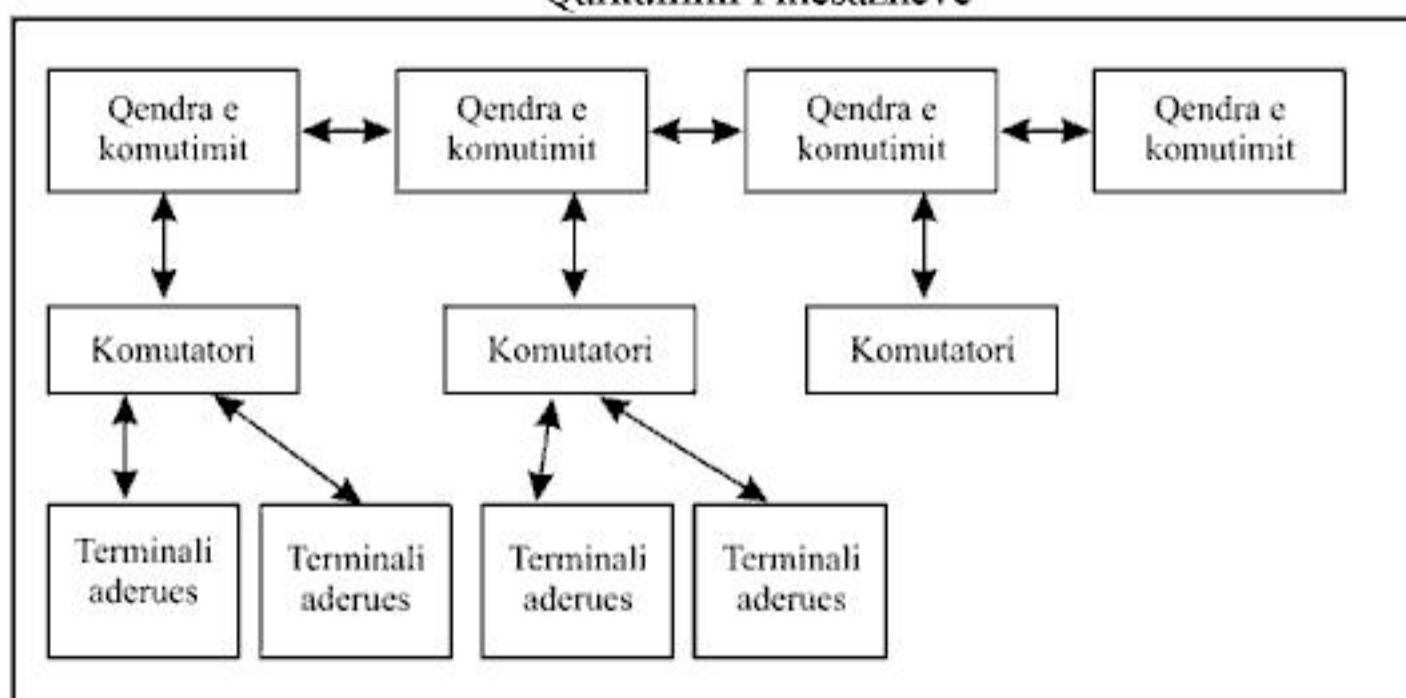
Kështu, në fillim të viteve shtatëdhjetë u vu për t'u studiuar një projekt rrjeti ndërbankar për trajtimin dhe transmetimin e operacioneve ndërkombëtare me shtrirje universale dhe solli te krijimi i SWIFT-it në maj 1973 (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication).

Arkitektura e rrjetit SWIFT është një piramidë me tre nivele. Në majë janë katër komutatorë në përpjesë njëri në Shtetet e Bashkuara, njëri në Belgjikë dhe dy në Vendet e Ulëta. Këta janë kompjuterë, të cilët sigurojnë funksionet e kontrollit të rrjetit dhe të komunikimit. Në nivelin e ndërmjetëm janë përqendruet rajonale, të cilët ushtrojnë funksionet e përqendrimit të trafikut ndërmjet aderuesve dhe komutatorëve.

Përgjithësisht ka të paktën një përqendruet për çdo vend aderues; vendet që kanë trafik të madh zotërojnë disa të tillë. Në bazë të piramidës instalimet fundore të aderentëve, në përpjesë një për secilën bankë aderuese, sigurojnë të paktën emetimin, marrjen dhe kontrollin e mesazheve.

Mesazhet qarkullojnë nga fundori i aderuesit drejt komutatorit nëpërmjet përqendruetit rajonal.

SKEMA E RRJETIT SWIFT  
Qarkullimi i mesazheve



Cilësitë kryesore të rrjetit SWIFT janë:

- **Shpejtësia:** sistemi funksionon 24 orë në 24, 7 ditë në javë. Pjesa më e madhe e mesazheve realisht transmetohen brenda disa sekondave.

- **Siguria:** sistemi është i pajisur me një varg të gjatë masash kontrolli automatik për të siguruar vazhdimësinë e punës, ruajtjen e fshehtësisë dhe sigurinë e transfertave.

- **Kostoja e përbërë** prej një detyrimi me afat që paguhet te PTT-ja dhe te SWIFT-i, e cila është fare më e vogël sesa kostoja e teleksit.



## SEKSIONI II: MJETET E PAGESAVE NDËRKOMBËTARE

Me përjashtim të kredive dokumentare dhe të zbritjeve dokumentare, mjetet e pagesave ndërkombëtare janë të njëjta me ato që përdoren në shlyerjet brenda vendit: kalimet e kredive ose borxheve bankare, çeket, kambialet tregtare etj. Ato zotërojnë po ato karakteristika: madhësinë, datën, dhënësin e porosisë, përfituesin etj. Këto pagesa mund të regjistrohen si në valuta, ashtu dhe në euro. Meqë është puna për operacione ndërkombëtare, ato në disa vende mund t'i nënshtrohen një shlyerjeje të këmbimeve.

### 1. KALIMET BANKARE NDËRKOMBËTARE

Kalimet bankare ndërkombëtare janë mjeti i shlyerjes ndërkombëtare që përdoret më shumë. Importuesi i jep udhëzime bankës së vet që ta debitojë llogarinë e tij për të kredituar llogarinë e eksportuesit. Ky është një mjet pagese i shpejtë, i sigurtë dhe fare pak i kushtueshëm për hir të përdorimit të rrjetit SWIFT.

### 2. ÇEKU

Çeku është një urdhër i shkruar dhe i pakushtëzuar për të paguar një madhësi të caktuar në dobi të përfituesit pas siglimit.

Dallohen çeku i ndërmarrjes, i cili lëshohet nga importuesi dhe tërhiqet nga njëra prej llogarive të tij bankare, dhe çeku i bankës, i lëshuar nga një llogari dhe që tërhiqet prej andej te banka e importuesit me udhëzimin e këtij të fundit.

Çeku nuk është ndonjë mjet ndërkombëtar shlyerjeje, që të ketë përparësi. Qarku i arkëtimit është i gjatë dhe varet prej transmetimeve postare: pasi është lëshuar prej blerësit, çeku i drejtohet eksportuesit, i cili e vë në bankën e tij me qëllim që kjo t'ia paraqesë bankës së importuesit për ta paguar. Veç kësaj, ka edhe rrezikun e mospagimit, me përjashtim të çekut të bankës. Këtyre rreziqeve u shtohen mundësitë e vjedhjeve, humbjeve, falsifikimeve... Po ashtu shpesh çeku nuk pranohet në transaksionet ndërkombëtare.

### 3. KAMBIALI TREGTAR

Kambiali tregtar është një dokument i shkruar, me anën e të cilit eksportuesi (lëshuesi) i jep porosi importuesit (tërheqësit) të paguajë një shumë të caktuar për të ose për të tretët.

Pagesa mund të jetë e menjëhershme ose me afatpagesë. Për arkëtimin eksportuesi i rivë kambialet në bankën e vet, e cila merr përsipër të bëjë që të shkojnë te banka e blerësit për t'u paguar.

Këto tri mjete pagese nuk e garantojnë aspak eksportuesin kundër rrezikut të mospagimit nga ana e debitorit të tij. Prandaj duhen rezervuar për transakcionet me klientë që kanë aftësi pagese të sigurtë.

#### 4. KREDIA DOKUMENTARE

Kredia dokumentare është njëherësh një mjet dhe një garanci për pagesën e eksportimeve, që bëhet prej bankave për të dhënë maksimumin e sigurisë si për shitësin, edhe për blerësin. Përgjithësisht shitësi nuk është i gatshëm t'i livrojë mallrat veçse pasi të ketë marrë shlyerjen; sa për blerësin, ai nuk pranon t'i paguajë veçse kur t'i ketë në dorë. Kredia dokumentare siguron pajtimin e pretendimeve përkatëse të tyre, ndërsa në fakt livrimi dhe pagesa shumë rrallë përkojnë.

##### 4.1. PARIMET E KREDISË DOKUMENTARE

Kredia dokumentare e pakthyeshme është një zotim i mbyllur, i marrë nga një bankë emetuese për llogarinë e mandatuesit të saj (blerësit) që të paguajë madhësinë e kredisë kundrejt paraqitjes, me afate vonese të përcaktuara, ndërsa dokumentet në përputhje me ato që janë nënshkruar gjatë hapjes së kredisë.

Nëse ajo konfirmohet, i jep shitësit një garanci pagimi prej një banke kombëtare, e cila e shpëton nga rreziku i vendit, nga rreziku i mostransferimit dhe nga rreziku tregtar të banka emetuese.

Rregullat, të drejtat, detyrimet në fushën e kredisë dokumentare janë kodifikuar dhe janë botuar në "Rregullat e Afatet Uniforme" të Dhomës së Tregtisë Ndërkombëtare.<sup>1</sup>

Dokumentet përbëjnë mbështetjen e teknikave dokumentare. Sipas natyrës dhe numrit të tyre (që bisedohen ndërmjet blerësit dhe shitësit), ato kanë për objekt t'i dëshmojnë blerësit se shitësi është shlyer për tërësinë e detyrimeve të tij kundrejt blerësit: malli është dërguar dhe është në përputhje me porosinë ose me kontratën. Në asnjë rast banka nuk trajton mallrat; por ajo verifikon me rreptësi që dokumentet janë të plota dhe kanë forcë ekzekutive, gjë që do të thotë se janë në përputhje me kredinë dokumentare, atëherë ajo është e detyruar t'i marrë parasysh, domethënë t'i paguajë.

Disa dokumente përcaktohen nga shitësi (fatura tregtare, vërtetimet e cilësisë, vërtetimet e sasisë...); të tjerat prej të tretëve (dokumentet e transportit, dokumentet e sigurimeve, vërtetimet e inspektimeve, buletini i peshimit zyrtar, vërtetimi i prejardhjes, fatura konsullore ose e doganës...). Disa të tjera mund të bashkëfirmosen nga shitësi dhe blerësi (për shembull, P.V. e marrjes...). Nëse i përgjigjen vullnetit të klientit për të kontrolluar pagesën, përbëjnë një rrezik për shitësin, sepse pagesa atëherë i nënshtrohet pëlqimit paraprak të blerësit. Duhet përmendur edhe roli i veçantë i konosamentit. Ky titull transporti, që përdoret në transportimin e mallrave me det, jepet kur merret ngarkesa në portin e ngarkimit. Ai përbën një të drejtë mbi mallrat. Në portin e mbërritjes mallrat dorëzohen në shkëmbim të konosamentit.

Një operacion dokumentar shtjellohet në dy faza: e para, përpara dërgimit, është faza e hapjes; e dyta, pas dërgimit, është faza e realizimit ose edhe e përdorimit.

<sup>1</sup> R.A.U. janë periodikisht objekt rishikimi; varianti i fundit ka hyrë në fuqi më 1 janar 1994.



#### 4.2. HAPJA E KREDISË DOKUMENTARE

Urdhri për hapjen e kredisë dokumentare gjithmonë jepet me nismën e blerësit (edhe në qoftë se shitësi është ai që në fund të fundit është përfituesi). Pas përfundimit të kontratës tregtare ose të kalimit të porosisë, blerësi i kërkon bankës së vet hapjen e një kredie dokumentare në të mirë të shitësit. Formulimi i kredisë duhet të bëhet në përputhje me dispozitat e kontratës ose të porosisë.

Banka e blerësit – banka emetuese – mund ta hapë kredinë në dy forma:

- kredi e kthyeshme,
- kredi e pakthyeshme.

- **Kredia dokumentare e kthyeshme** nuk krijon asnjë lidhje juridike të prekshme ndërmjet bankës emetuese dhe përfituesit të kredisë. Është puna për një njoftim, i cili mund të ndryshohet ose të anulohet në cilindo moment nga banka emetuese ose nga urdhërdhënësi. Ky tip kredie dokumentare, i cili nuk jep asnjë garanci pagese për shitësin, përdoret mjaft rrallë.

- **Kredia dokumentare e pakthyeshme** përkundrazi, përdoret shumë shpesh. Banka emetuese atëherë merr zotimin përfundimtar për të ekzekutuar klauzolat e pagesës, të përcaktuar në hapjen e kredisë që në çastin që dokumentet janë në përputhje me të. Banka e blerësit atëherë duhet ta paguajë shitësit në vend nga blerësi në rast se ky i fundit falimenton. Prej këndeje rrjedh rreziku për blerësin dhe nocioni i kredisë dokumentare.

Banka e shitësit mund të njoftojë zyrtarisht ose të konfirmojë kredinë dokumentare.

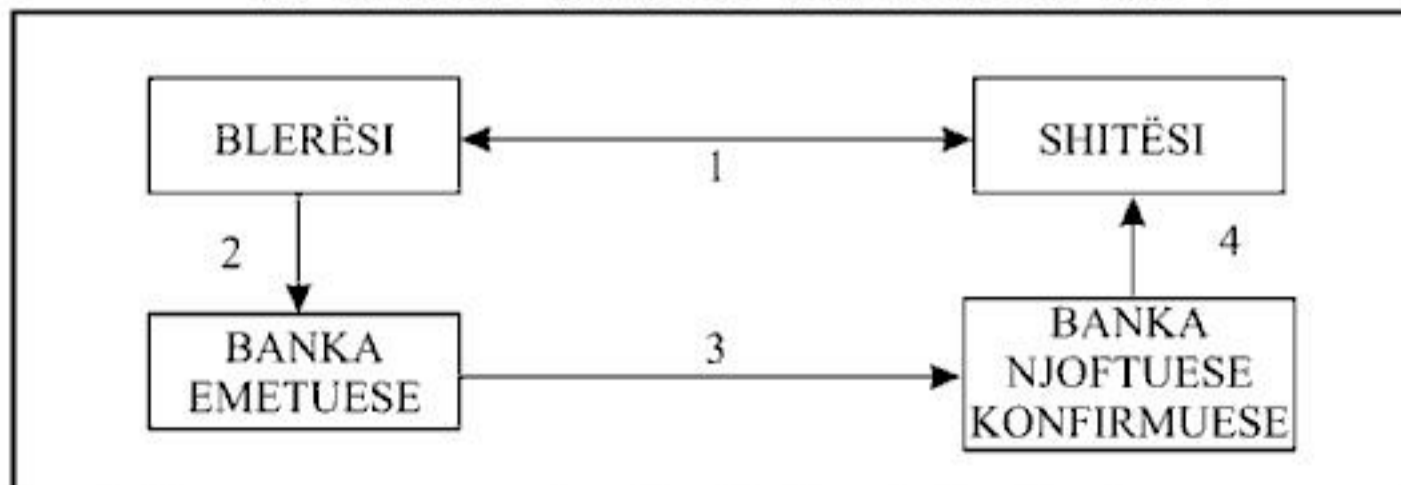
Në rastin e një kredie të njoftuar, banka zotohet t'ia paguajë dokumentet shitësit me paraqitjen e tyre, me rezervën që këto të jenë në përputhje me kushtet e kredisë. Siguria e përfituesit atëherë forcohet ndjeshëm. Konfirmimi përbën një zotim të pavarur prej atij të bankës emetuese, në mënyrë që shitësi të mos pësojë më rrezikun politik, rrezikun e mostransferimit ose rrezikun tregtar të banka emetuese. Në disa vende (për shembull, në Lindjen e Mesme, në Nënkontinentin indian) bankat emetuese nuk pranojnë të kërkojnë konfirmimin e kredive dokumentare që ato emetojnë. Atëherë është e mundur nganjëherë të merret nga banka e shitësit një konfirmim pa e ditur banka emetuese. Në këtë rast flitet për “konfirmimin e heshtur” ose dhe për garanci.

#### 4.3. REALIZIMI I KREDISË DOKUMENTARE

Realizimi përbën fazën e dytë të kredisë. Pasi të jetë dërguar malli, shitësi zakonisht ka në dispozicion 21 ditë për t'ia paraqitur dokumentet bankës.

Mënyrat më të përdorshme zakonisht janë dokumentet kundrejt pagesës dhe dokumentet kundrejt pranimit.

SKEMA E HAPJES SË KREDISË DOKUMENTARE



1. Kontrata tregtare (prosia) ndërmjet blerësit dhe shitësit.
2. Blerësi i kërkon bankës së vet hapjen e një kredie dokumentare në dobi të shitësit.
3. Banka ia transmeton hapjen bankës së shitësit.
4. Banka e shitësit njofton (ose konfirmon) kredinë dokumentare të shitësit.

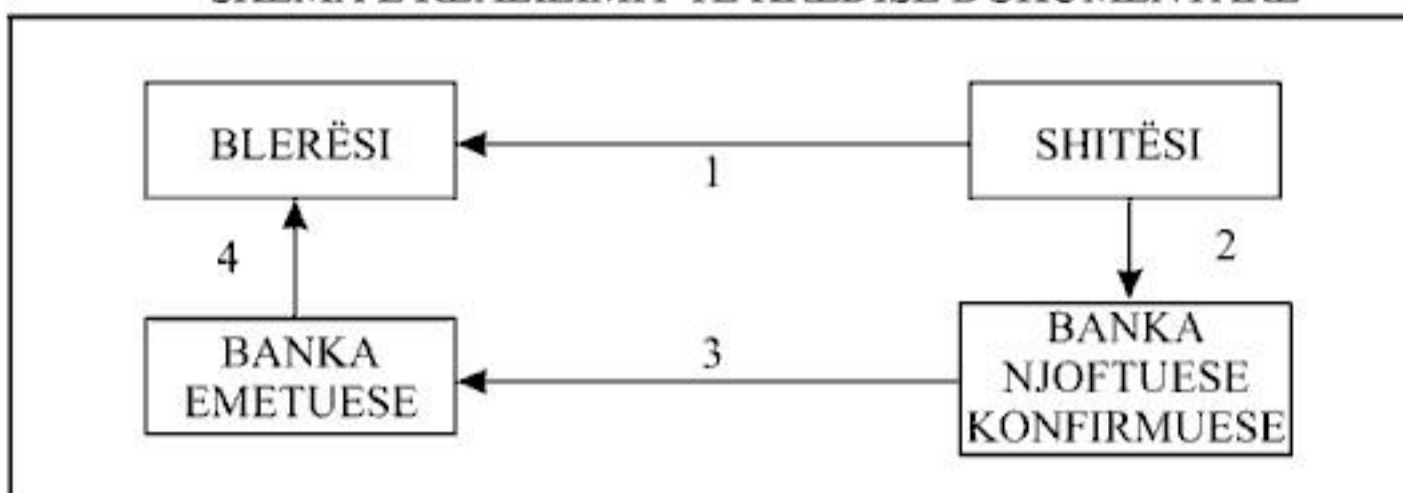


***Kredia e përdorueshme, dokumentet kundrejt pagesës***

Nëse konfirmohet kredia, banka konfirmuese duhet të bëjë “ngritjen”, domethënë të paguajë dokumentet përkatëse, që i paraqiten gjatë kohës së vlefshmërisë së kredisë.

Nëse kredia njoftohet, banka njoftuese nuk paguan nëse nuk merr paraprakisht parapagesën ose nëse nuk sigurohet se do të rimbursohet nga banka e blerësit.

SKEMA E REALIZIMIT TË KREDISË DOKUMENTARE



1. Shitësi dërgon mallin.
2. Ai i paraqet dokumentet bankës, e cila ia paguan nëse janë në përputhje të plotë dhe të paraqitura brenda vonesës qoftë lidhur me konfirmimin, qoftë me njoftimin, në këtë rast me rezervën që të ketë fondet në dispozicion.
3. Banka njoftuese/konfirmuese ia transmeton dokumentet bankës emetuese dhe bën rimbursimin e daljeve nga arka e vet.
4. Banka emetuese i verifikon dokumentet dhe ia dërgon blerësit, i cili i bën rimbursimin bankës; atëherë mund t'i marrë në zotërim mallrat.

***Kredi e përdorueshme, dokumentet kundrejt pranimi***

Kredia e realizueshme me pranim mundëson që të jepet një shtyrje e pagesës për importuesin.

Teknikisht përfituesi i kredisë tërheq një kambial për x ditë (përgjithësisht nga 60 deri te 180) te njëra prej bankave: banka emetuese ose banka që ia ka njoftuar kredinë.

Eksportuesi (lëshuesi) merr kështu zotimin e një banke (tërheqësi) për të paguar në afatpagesë. Lëshuesi mundet, nëse i volet, ta ruajë kambialin deri në afatpagesë, ta skontojë ose madje dhe të bëjë mobilizimin e kreditimit të vet te banka e tij.

Pas pagimit nga shitësi ose pranimi të kambialit, banka bën që të kalojnë dokumentet te banka emetuese, e cila pas verifikimit që e bën nga ana e saj, ia përcjell blerësit. Këto dokumente atëherë i mundësojnë atij të marrë në zotërim mallrat.

Që të paguhen, dokumentet e paraqitura në bankë duhet të jenë në përputhje me kushtet e përcaktuara në kredinë dokumentare. Në qoftë se nuk ndodh kështu, banka mund të detyrohet të bëjë një shlyerje “me rezervë”, në mënyrë që në rast mospranimi të pagimit nga dhënësi i porosisë, ajo t'i rikthehet shlyerjes së vet.

## KREU 13

### TREGU I KËMBIMEVE DHE TREGU NDËRKOMBËTAR I KAPITALEVE

Që kur u braktis sistemi i pariteteve fikse, kurset e këmbimit kanë shënuar luhatje të parregullta. Këto variacione përbëjnë rrezik real për ndërmarrjet, që gjithnjë e më shumë po integrohen në tregtinë ndërkombëtare. Disa kanë parë se kështu u janë pakësuar ndjeshëm marzhet e eksportimeve të tyre, madje kanë pësuar humbje pas evoluimeve të pafavorshme në kurset e valutave. Menaxhimi i rrezikut të këmbimit tashmë sot nuk mund të jetë fushë vetëm e ndërmarrjeve të mëdha ndërkombëtare, por është bërë kërkesë e domosdoshme për të gjitha ndërmarrjet, të cilat nuk e kanë të kufizuar veprimtarinë prerazi brenda vendit të tyre.

Që nga janari 1999, euroja e zëvendësoi monedhën zyrtare në 11 vende të Bashkimit Europian. Vendet “brenda” quhen në jetën e përditshme “Eurolanda”. Normat e konvertimit të përcaktuara prej B.Q.E. më 31 dhjetor 1998 janë si më poshtë (konvertimi për 1 €):

Franga francezë	= 6,55957
Marka gjermane	= 1,95583
Marka finlandeze	= 5,94573
Eskudo portugeze	= 200,482
Shilinga austriake	= 13,7603
Florina holandezë	= 2,20371
Lira italiane	= 1936,27
Lira irlandeze	= 0,787564
Franga belgë-luksemburgas	= 40,3399
Peseta spanjole	= 166,386

Kështu, që nga 1 janari 1999 brenda zonës së euros nuk ka më rrezik këmbimi, mbetet rreziku sigurisht i plotë për transaksionet jashtë “Eurolandës”.

Tregu ndërkombëtar i kapitaleve, që u shfaq në mesin e viteve 50, prej asaj kohe ka përjetuar një zhvillim të jashtëzakonshëm. Ndërmarrjeve të mëdha ai u ofron burime të financimit të butë, të përshtatshme përsosurisht me nevojat e tyre dhe të përzgjedhura me kushte tërheqëse.

Seksioni i parë i këtij kreu analizon funksionimin e tregut të këmbimeve, i dyti i kushtohet menaxhimit të rrezikut të këmbimit, së fundi, i treti jep një paraqitje të shkurtër të tregut ndërkombëtar të kapitaleve.

Plani i këtij kreu është si më poshtë:

Seksioni I	: Tregu i këmbimeve..
Seksioni II	: Menaxhimi i rrezikut të këmbimit.
Seksioni III	: Tregjet ndërkombëtare të kapitaleve.





## SEKSIONI I: TREGU I KËMBIMEVE

Livrimi i monedhave të këmbyera në tregun e këmbimeve mund të bëhet brenda një afati fare të shkurtër; atëherë operacioni ka të bëjë me këmbimet me para drejtpërdrejt (ose dhe “tregu spot”). Livrimi gjithashtu mund të shtyhet për një periudhë të caktuar, e cila mund të shkojë nga disa ditë deri te disa muaj, madje edhe disa vjet; në këtë rast operacioni ka të bëjë me tregun e këmbimeve me afat.

### I. TREGU I KËMBIMEVE ME PARA NË DORË

#### I. I. PARAQITJA E TREGUT TË KËMBIMEVE

Ata që ndërhyjnë në tregun e këmbimeve janë bankat tregtare, sekserët, bankat qendrore dhe që prej disa vjetësh edhe disa ndërmarrje të mëdha.

- **Bankat tregtare** janë ndërhyrësit kryesorë në treg. Ato blejnë, shesin, japin hua, marrin hua valuta për llogari të klientëve të tyre ose dhe për llogari të vet. Ato veprojnë nëpërmjet kambistëve.

- **Sekserët e këmbimeve** e lehtësojnë afrimin e ofertës me kërkesën në tregun e këmbimeve. Bankat mund t’u kërkojnë që të gjejnë kundërpartinë e një operacioni. Sekseri atëherë do të pyesë banka të tjera, duke e ruajtur anonimatin e mandatuesit të tij, emri i të cilit do të zbulohet vetëm në rast se operacioni përfundohet. Sekserët gjithashtu kanë rolin e informacionit për kurset që zbatohen në treg.

- **Bankat qendrore dhe BQE**, si aktorë të fuqishëm të tregut, ndërhyjnë për të kontrolluar luhatjet e tregut ose për të kënaqur nevojat në valutë të shtetit.

- **Ndërmarrjet e mëdha** kur zotërojnë salla tregu, nëpërmjet të cilave operojnë drejtpërdrejt në treg.

Përdoren dy metoda kuotimi: kuotimi në pasiguri dhe kuotimi në siguri.

**1. Kuotimi në pasiguri** do të thotë se kurset shprehen në valuta kundrejt monedhës kombëtare, domethënë: sa monedha kombëtare mund të merren me një sasi fikse valute? Kështu, pas krijimit të euros, frangu francez kuotohet për shembull 5,50 FRF për një dollar.

Kthimi në FRF i një kontrate prej 1 milion \$ me normën 5,50 gjendet duke shumëzuar madhësinë me normën e këmbimit:

$$1\ 000\ 000 * 5,50 = 5\ 500\ 000\ \text{FRF}$$

**2. Kuotimi në siguri** është kuotim i monedhës kombëtare kundrejt valutës. Ai shpreh numrin e njësive të monedhës së huaj që merret me një njësi të monedhës kombëtare. Euroja kuotohet me siguri. Me një euro, për shembull, marrim 1,05 \$. Kjo mënyrë e kuotimit përdoret gjithashtu edhe në Britaninë e Madhe.

Kthimi në euro i një kontrate prej 1 milion \$ me normën 1,05 gjendet me pjesëtimin e madhësisë për kursin:

$$1\,000\,000/1,05 = 952\,381 \text{ €}$$

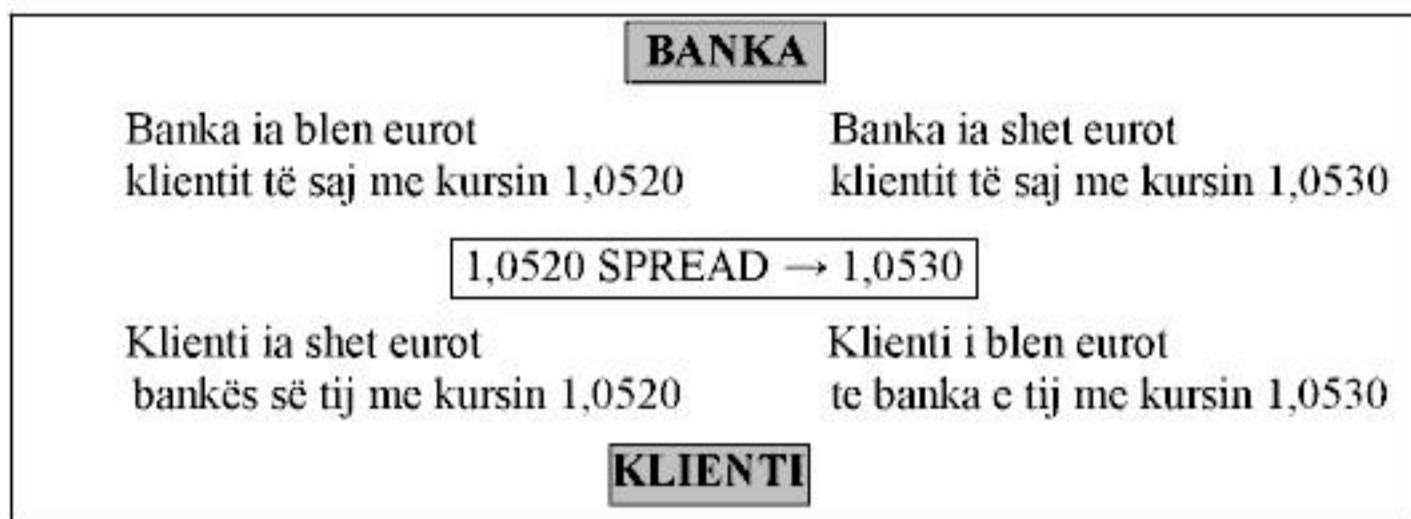
### 1.2. FORMIMI I KURSEVE ME PARA NË DORË

Tregu i këmbimeve, i cili është një treg pothuaj i përsosur në kuptimin ekonomik të fjalës, është treg me karakter ndërkombëtar, veprimtaria e të cilit shtrihet gjeografikisht në funksion të zonave të orës. Transaksionet shtjellohen në mënyrë të vazhduar gjatë ditës në një rrafsh financiar (afërsisht nga ora 9h30 deri më 17h30).

Kambisti, kur pyetet prej një klienti për të dhënë një kuotim, tregon një furkë kurseve. Kuotimi i euros kundrejt USD në një moment të dhënë është, për shembull: EURO/USD: 1,0520 – 1,0530.

- Kursi në të majtë, më i ulët, është kursi i blerësit. Ky është kursi me të cilin banka është e gatshme të blerë eurot e klientit të saj.

- Kursi në të djathtë është kursi i shitësit. Ky është kursi me të cilin banka është e gatshme të shesë eurot për klientin e vet.



Në praktikë kambisti do të kishte dhënë përgjigjen: 20/30.

### 1.3. Kurset e kryqëzuara ose cross rate

Në tregjet financiare valutat kuotohen kundrejt dollarit. Kështu, nëse kambistët duhet të bëjnë një kuotim ndërmjet dy monedhave, duke mos qenë asnjëra dollari, atëherë njehsojnë kurset e kryqëzuara ose bëjnë cross rate duke kaluar nëpër dollarin.

Ta ilustrojmë mekanizmin nëpërmjet një shembulli:

Kurset USD/FZ dhe USD/JEN na janë dhënë si më poshtë:

USD/FZ	1,518	1,520
USD/JEN (100)	1,089	1,091

Për të gjetur kursin e FZ/JEN kambisti i kryqëzon kuotimet në FRF dhe në FZ kundrejt dollarit.

USD/FZ	1,518	1,520
USD/JEN	1,089	1,091
100 JEN/FZ	1,3914	1,3958

Për ta kuptuar metodën e kurseve të kryqëzuara duhet të analizohet formimi i kursit të blerjes dhe kursit të shitjes për bankën.

Me kursin e blerjes, banka blen JEN kundrejt FZ. Operacioni shtjellohet në dy kohë: blerja e USD/FZ me kursin 1,518, pastaj shitja e USD kundrejt JEN me kursin 1,091. Kështu banka merr JEN/FZ me kursin  $1,518/1,091 = 1,3914$ .

Me kursin e shitjes, banka shet JEN kundrejt FZ. Ajo blen USD kundrejt JEN me kursin 1,089, pastaj shet USD kundrejt FZ me kursin 1,520. Kështu kursi i shitjes shkon te  $1,520/1,089 = 1,3958$ .

## 2. TREGU I KËMBIMEVE ME AFAT

Tregu i këmbimeve me afat është një treg, në të cilin ditën e transaksionit fiksohet kursi i valutave, që do të këmbehen me një afatpagesë për të cilën merren vesh, duke pranuar një shtyrje më tepër sesa dy ditë pune. Afatpagesat më të zakonshme janë 1 muaj, 2 muaj, 3 muaj, 6 muaj, 1 vit, dhe për valutat që trajtohen më shpesh në treg deri 18 muaj, 2 vjet, 3 vjet, 5 vjet...

Të shqyrtojmë rastin e një ndërmarrjeje, e cila duhet të marrë 1 milion USD brenda 3 muajsh. Duke mos synuar të bëhet spekulim me ngritjen e USD, vendoset që të shiten brenda një afati.

Operacioni do të shtjellohet sikur ndërmarrja të ishte duke marrë hua sot madhësinë në USD, për t'i marrë pas 3 muajsh që t'i shesë menjëherë me para në dorë kundrejt eurove, pastaj ta rivërë produktin e shitjes për 3 muaj.

Kursi me afat rrjedhimisht do të jetë i barabartë me kursin e parave në dorë të ditës së mbulimit, të shtuar me diferencën e interesave, nëse norma e vënies është më e lartë sesa e marrjes hua (report) dhe më e vogël sesa në rastin e kundërt (deport).

Kursi me afat është i barabartë me:

$$\text{Kursi me afat} = \text{Kursi spot} + \text{Report}$$

Shitësi me afat i nënshtrohet deportit, sepse kursi me afat është më i ulët sesa kursi spot (menjëherë në vend).

Formula që na mundëson ta njehsojmë kursin me afat është kjo:

$$C_t = C_c \times \frac{1 + I_d \times \frac{N}{360}}{1 + I_e \times \frac{N}{360}}$$

Ku:  $C_t$ :kursi me afat

$C_c$ : kursi spot

$I_d$ : interesat për depozitë

$I_e$ : interesat për huamarrje

$N$ : numri i ditëve të periudhës së referimit

Në shembullin tonë, me kursin spot prej 1,05, me normën e huasë në USD prej 5 % dhe normën e huadhënies në euro prej 4 %, kursi me afat prej 3 muajsh do të dilte 1,0474 (deport).

Në fund të afatpagesës eksportuesi do të marrë 954 745 euro.





## SEKSIONI II: MENAXHIMI I RREZIKUT TË KËMBIMIT

Pasi të përkufizojmë nocionin e rrezikut të këmbimit, do të paraqesim teknikat kryesore për mbulimin.

### I. RREZIKU I KËMBIMIT

Rreziku i këmbimit përkufizohet si pasoja financiare e luhatjeve të kursit të këmbimit mbi një transaksion ose mbi gjendjen e ndërmarrjes. Dallojmë rrezikun e transaksionit nga rreziku i konsolidimit.

- **Rreziku i transaksionit** ka të bëjë me ndërmarrjet, të cilat nëpërmjet operacioneve të tyre tregtare ose financiare me vendet e huaja kanë kreditime, borxhe, huadhënie ose huamarrje të regjistruara në valutë.

- **Rreziku i konsolidimit** është një rrezik i veçantë për shoqëritë amë, që kanë filiale jashtë, dhe shfaqet kur bëhet konsolidimi i llogarive të tyre.

Pozita e transaksionit dhe pozita e konsolidimit janë pozicione të këmbimit kontabël, që u përgjigjen operacioneve të regjistruara nga ana kontable. Ky konceptim del shumë i ngushtë, në shkallën që nuk i përfshin operacionet e kryera por që ende nuk janë kontabilizuar, dhe për të cilat mbetet një rrezik i ardhshëm, siç janë zotimet e kontratuara nga ndërmarrja dhe që do të konkretizohen më pas, të tilla si porositë e marra ose porositë e dhëna dhe që ende nuk janë faturuar. Ky nocion, i cili përfshin elementët e parashikueshëm, është pozicioni i këmbimit ekonomik.

Ndërmarrja është në pozicion të gjatë kur kreditimet e saj në një valutë janë më të mëdha sesa borxhet e saj. Ajo gjendet në pozicion të shkurtër në rastin e kundërt. Kjo qasje nuk mjafton për të rrokur rrezikun e këmbimit që i paraqitet vërtet ndërmarrjes, sepse kërkueshmëria përkatëse për kreditimet dhe për borxhet nuk merren parasysh.

Ndërmarrja do ta vlerësojë rrezikun e vet nëpërmjet një tablele, e cila ndjek për çdo valutë evoluimin e pozicionit të vet në kohë, duke bërë që të shfaqen saldot sipas periudhave (ditore, javore, dhjetëditore, mujore).

	Muaji 1	Muaji 2	Muaji 3	Muaji 4	Muaji 5	Muaji 6
Daljet e valutave (shlyerje kryer për furnizuesit)	10 000	8 000	17 000	12 000	14 000	9 000
Hyrje të valutave (arkëtime të marra nga klientë)	5 000	11 000	7 000	15 000	10 000	8 000
Saldoja	-5 000	+3 000	-10 000	+3 000	-4 000	-1 000
Pozicioni i këmbimit	-5 000	-2 000	-12 000	-9 000	-13 000	-14 000

Pasi përcaktohet pozicioni i saj i këmbimit, ndërmarrja duhet të administrojë rrezikun e vet. Janë të pranueshme tri strategji:

- Të qëndrojnë sistematikisht në pozicion këmbimi, nga padija ose qëllimisht, një strategji kjo që mund të dalë e rrezikuar.
- Ta mbulojë sistematikisht rrezikun e këmbimit, një strategji kjo e kundësshme, por jo detyruesisht më e mira.
- Ta mbulojë rrezikun me përzgjedhje në funksion të parashikimeve.

## 2. TEKNIKAT E MBROJTJES KUNDREJT RREZIKUT TË KËMBIMIT

Ndërmarrjet mund t'u drejtohen teknikave të ndryshme për të siguruar mbrojtjen e vet kundër rrezikut të këmbimit: mbulimi me afat; avanca në valutë, afatëzimi, garancia COFACE.<sup>1</sup> Vitet e fundit, krahas këtyre mjeteve që vështrohen si klasike, janë shtuar mjete më të stërholluara, si swap, tregjet me afat dhe opsionet.

### 2.1. MBULIMI ME AFAT

Operacionet e këmbimit me afat mundësojnë që të mbulohet rreziku i këmbimit. Në të vërtetë, që në kohën e përfundimit të kontratës së blerjes ose të shitjes me afat, fiksohet kursi me të cilin do të blihen ose do të shiten valutat.

Shembull: një eksportues pret një shlyerje prej 100 000 USD pas 3 muajsh. Kursi spot EURO/USD është 1,05 USD. Kursi me afat pas 3 muajsh është 1,055.

Eksportuesi e di qysh nga përfundimi i kontratës së shitjes, se do të marrë 94 787 € në afatin e pagesës, pavarësisht se cili do të jetë kursi me para në dorë në afatpagesë.

Nëse kursi EURO/USD në afatpagesë është më poshtë sesa 1,05, eksportuesi nuk do të pësojë gjë prej zhvlerësimit të euros kundrejt USD dhe do t'i marrë 94 787 €. Por nëse kursi EURO/USD do të jetë më lart sesa 1,05 euro, ai nuk do të përfitojë nga vlerësimi më i lartë i euros kundrejt USD dhe përsëri do të marrë 94 787 €.



### 2.2. AVANCA TË VALUTË

Avancat në valutë janë njëherazi një teknikë dhe një mbrojtje kundrejt rrezikut të këmbimit, si dhe mjet financimi.

#### a) Avancat në valutë për eksportim

Mekanizmi i avancës në valutë për eksportim është si vijon: një eksportues që ka një kreditim prej 1 000 000 FZ për 6 muaj, kërkon një avancë në valutë nga banka e vet. Banka merr hua nga tregu 1 000 000 FZ për 6 muaj me normën 2%. FZ cedohen kundrejt frangave me kursin në para në dorë prej 0,625 EURO. Produkti i cedimit të 625 000 euro kreditohet te llogaria e eksportuesit.

<sup>1</sup> Shih kreun 14, f. 322.



Në afatpagesë avanca në valutë rimburohet nëpërmjet zbatimit të shlyerjes së kreditimit.

Avanca në valutë për 3 muaj e 1 000 000 FZ	
$M_0$ ← → $M_6$	
- Huaja prej 1 000 000 FZ dhe cedimi kundrejt EURO  - Kredi e llogarisë së eksportuesit prej 625 000 EURO	- Rimbursimi i huasë me produktin e kreditimit  - Pagesa e interesave, pra 10 000 FZ

Eksportuesi ka përfituar nga financimi në euro gjatë 6 muajve, njëkohësisht duke e mbuluar rrezikun e vet të këmbimit. Cilido që ka qenë kursi FZ/EURO në afatpagesë, eksportuesi ka marrë me  $M_0$  produktin e FZ të marra hua, pra 625 000 EURO. Sigurisht, në qoftë se FZ/EURO në afatpagesë do të kuotohej më shumë sesa 0,625, eksportuesi nuk do të përfitonte. Por nëse kursi është më i ulët, ai nuk do ta pësojë nga zhvlerësimi. Eksportuesi nuk është i zbuluar ndaj rrezikut të këmbimit në huamarrje, nëse kjo është në po atë valutë si dhe kreditimi për të cilin është titullar.

Në shembullin tonë, rreziku i tij kufizohet te interesat që duhet të paguajë në afatpagesë. Për t'u mbuluar atij i mjafton të marrë hua një madhësi më të vogël sesa madhësia e interesave që do të duhen në afatpagesë.

#### *b) Avancat në valutë për importim*

Avanca në valutë për importim i mundëson ndërmarrjes të marrë prej bankës së vet madhësinë e valutave të nevojshme për të paguar furnizuesin e saj. Kjo nuk është në vetvete një mënyrë mbulimi për rrezikun e këmbimit, por mundëson që të shtyhet ky rrezik në kohë.

### 2.3. AFATËZIMI

Afatëzimi mund të përkufizohet si “çfarëdo ndryshimi i mënyrave të shlyerjeve që lidhen me transaksionet tregtare të jashtme, me synimin që të shmangët ose të pakësohet rreziku i këmbimit”.<sup>1</sup>

Parimi është ky:

- Nëse monedha kombëtare parashikohet të ulet:
- importuesi do të përpiqet të paguajë sa më shpejt,
- eksportuesi do ta shtyjë riatdhesimin e afatpagesës së vet.
- Nëse monedha kombëtare parashikohet të ngrihet:
- importuesi do të përpiqet ta vonojë pagesën e vet,
- eksportuesi do të përshpejtojë riatdhesimin e afatpagesës së vet.

### 2.4. SWAP I VALUTAVE

Swap-i i valutave është një operacion huadhënieje-huamarrjeje të kryqëzuara për një periudhë, një kohëzgjatje dhe kurs të përcaktuar që në fillim: kundërpalët shkëmbejnë një monedhë kundrejt një tjetre në fillim të periudhës, pastaj vënë në veprim një swap nëpërmjet një operacioni në drejtim të kundërt në fund të periudhës me kurs të fiksuar që në fillim.

Kostoja e swap-it del nga diferenca e interesit që ekziston ndërmjet dy monedhave të këmbyera.

<sup>1</sup> Coulbois P., *Finance internationale, Le change*, Paris Campus, 1979.

Le të marrim rastin e një shoqërie A, e cila bën një swap me një shoqëri B. A-ja merr hua në USD dhe jep hua në FZ për madhësinë prej 10 000 000 USD me kohëzgjatje 6 muaj me:

USD/FZ spot	1,50
FZ për 6 muaj	2 %
USD për 6 muaj	5 %

Në monedhë, A-ja cedon 15 000 000 FZ te B-ja dhe merr 10 000 000 USD. Pas 6 muajsh B-ja i jep A-së 10 000 000 USD dhe këtyre u shiton:

$$\frac{5 - 2}{100} \times 10\,000\,000 \times \frac{6}{12} = 150\,000 \text{ USD}$$

Në afatpagesë B-ja merr 10 150 000 USD.

Rezultati i swap-it në teori është i njëjtë me atë të një mbulimi në afat. Megjithatë mbetet i rezervuar më shumë për ndërmarrjet e mëdha dhe më tepër akoma për bankat.

## 2.5. OPSIONET E VALUTAVE<sup>1</sup>

Opsioni i valutave është një kontratë, e cila duke bërë të mundur pagesën e një primi për shitësin, i jep blerësit të drejtën por jo detyrimin që të blerë ose të shesë, me kursin sipas marrëveshjes që më parë të quajtur çmimi i ushtrimit, një madhësi të caktuar valute gjatë një periudhe të dhënë.

Meqë ushtrimi i opsionit është një e drejtë por jo një detyrim, blerësi i opsionit është në gjendje të fitojë prej një zhvillimi të rastit të leverdishëm në kursin e këmbimit, si dhe duke qenë i siguar për një kurs maksimal të blerjes ose një kurs minimal të shitjes. Blerësi do ta ushtrojë opsionin vetëm në rast evoluimi të paleverdishëm të kursit të valutës.

Opsioni mund të shitet dhe të blihet.

Opsioni blerje ose call i jep blerësit të drejtën, por jo detyrimin, të blerë një madhësi të caktuar valutash me kurs të fiksuar, gjatë një periudhe të dhënë. E drejta e shitjes është një put (opsion shitjeje).

Ashtu si dhe për një opsion norme, primi është i barabartë me shumën e vlerës së brendshme dhe me vlerën në kohë.

Vlera e brendshme është fitimi që do të dilte nga një ushtrim i menjëherëshëm i opsionit; vlera në kohë, nga ana e saj, është funksion i avullueshmërisë së valutës dhe kohëzgjatjes së opsionit. Ajo shpreh interesin për blerësin që të mbajë një mjet të kushtëzuar.

**Ilustrim:** një eksportues duhet të marrë 1 000 000 USD për 3 muaj. Që të mbrohet kundrejt uljes së rastit të USD ndaj euros, ai ble një put USD/Euro (shitje e USD kundrejt euros) me monedha për 0,95 euro për një dollar, me afatpagesë 3 muaj. Primi është 0,01 € për dollar.

Eksportuesi menjëherë i shlyen primin bankës, domethënë:

$$1\,000\,000 \times 0,01 = 10\,000 \text{ €}$$

Në afatpagesë të opsionit mund të dalin dy raste:

• USD është zhvlerësuar kundrejt euros dhe kuotohet 0,900:

Eksportuesi atëherë ushtron opsionin e vet dhe i kthen USD me kursin e garantuar, domethënë:

$$1\,000\,000 \text{ USD} \times 0,950 = 950\,000 \text{ €}$$

Duke mbajtur parasysh primin e derdhur, madhësia e marrë neto është  
950 000 euro – 10 000 euro = 940 000 €

<sup>1</sup> Shih kreun 5 f. 129.

Kursi real i këmbimit atëherë del te:  
 $940\,000 / 1\,000\,000 = 0,940$  euro për dollar.

• USD është vlerësuar kundrejt euros dhe kuotohet 1,000:

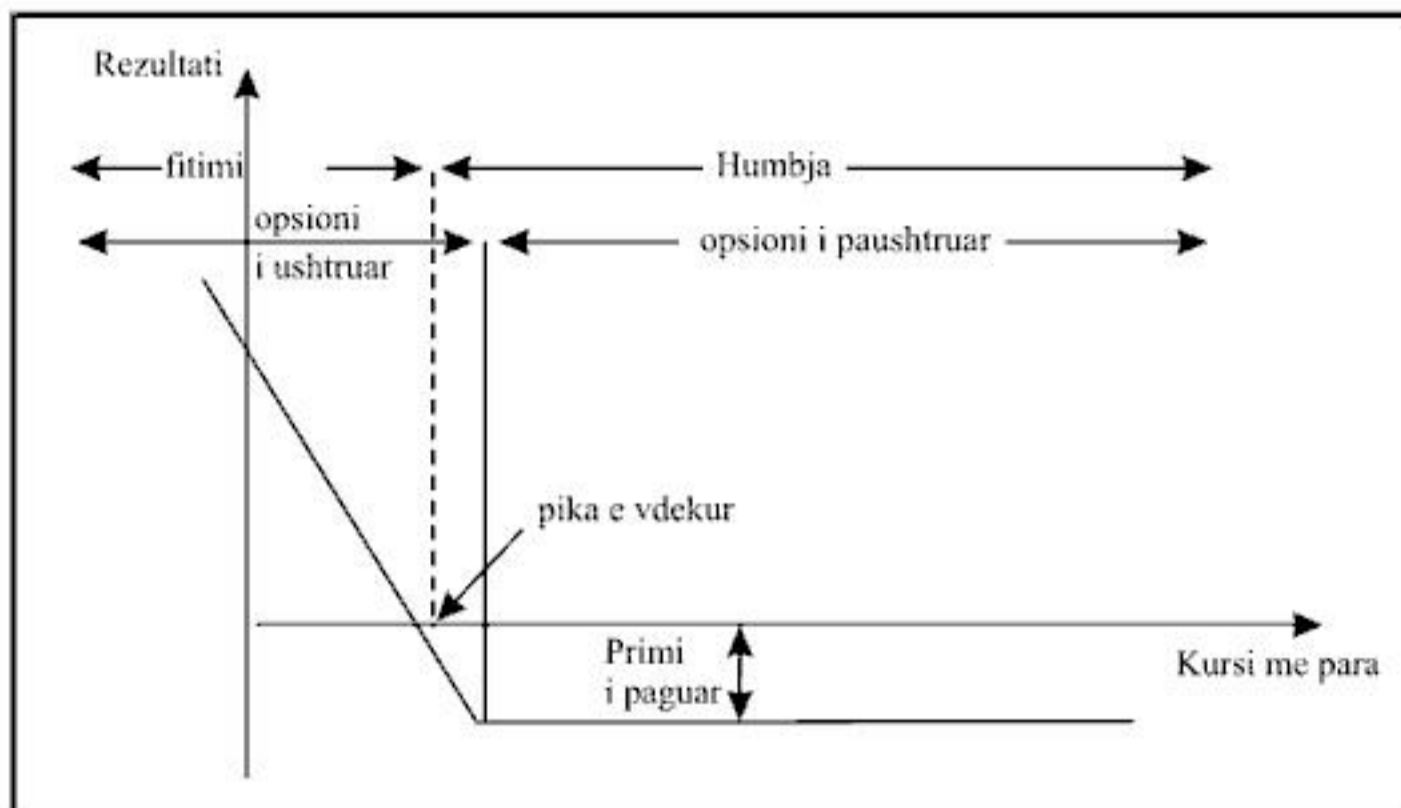
Eksportuesi nuk e ushtron opsionin e vet dhe i kthen USD të vetat në tregun e këmbimit me kursin 1,000 USD për €. Ai merr atëherë 1 000 000 €.

Domethënë pas zbritjes së primit të derdhur:

$1\,000\,000\ € - 10\,000\ € = 990\,000\ €$ ,

që u përgjigjen një kursi real prej 0,990 € për një dollar.

#### DIAGRAM I BLERJES SË NJË PUT-I



Të krahasojmë tashti gjendjen përfundimtare në funksion të strategjisë së mbulimit, të ndjekur nga ndërmarrja:

- pa mbulim,
- mbulim me afat (për ta thjeshtuar kursin me afat në 3 muaj e marrim 0,950)
- blerja e një puti USD/Euro

Në euro	Kursi spot në afatpagesë	
	0,900	1,000
Pa mbulim	900 000	1 000 000
Me mbulim me afat	950 000	950 000
Blerja e një puti	940 000	990 000

- Strategjia e “mosmbulimit” është më e rrezikuara: në rastin e vlerësimit të USD ajo mundëson që të merret kundërvlera më e fortë, por në rast zhvlerësimi edhe humbja gjithashtu është shumë e madhe.

- Me mbulim me afat eksportuesi merr gjithmonë po atë madhësi, pavarësisht nga kursi spot në afatpagesë. Ai nuk nxjerr leverdi nga vlerësimi i USD, por edhe nuk pëson nga zhvlerësimi.

- Opsioni mundëson të garantohet një kurs minimal dhe të nxirret fitim nga vlerësimi i valutës, kundrejt pagimit të një primi.

Opsionet gjithashtu mundësojnë mbulimin e rreziqeve të këmbimeve potenciale, si për shembull në rastin e përgjigjes ndaj një thirrjeje për ofertë ndërkombëtare.

**Ilustrim:** Një ndërmarrje i përgjigjet ftesës për ofertë për një madhësi prej 1 000 000 USD me afatpagesë 3 muaj.



Gjatë këtyre 3 muajve ndërmarrja është në rrezik nga këmbimi potencial. Në fakt, nga njëra anë ajo nuk e di nëse shpallet blerëse në ankand, kurse nga ana tjetër, se cili do të jetë kursi i këmbimit të dollarit në afatpagesë. Nëse ajo do të shpallej blerëse në ankand dhe ndërkohë dollari do të jetë zhvlerësuar, edhe marzhi i saj do të cungohet po aq.

Për t'u mbuluar kundër këtij rreziku potencial, ndërmarrja mund të blerë një put USD/Euro me afatpagesë 3 muaj. Duke hamendësuar që parametrat do të jenë të njëjtë me ata të shembullit të mëparshëm, le të shqyrtojmë mundësitë e ndryshme në afatpagesë.

• ndërmarrja nuk e merr kontratën:

a) kursi është 0,900:

Opsioni ushtrohet, ndërmarrja blen 1 M USD me kursin spot me 0,900 dhe e rishet me 0,950 duke arkëtuar, pas zbritjes së primit, një fitim prej 40 000 €.

b) kursi është 1,000:

Opsioni nuk ushtrohet, ndërmarrja humbet madhësinë e primit, pra 10 000€, koston e mbulimit.

• ndërmarrja e merr kontratën:

a) kursi është 0,9000:

Opsioni ushtrohet. Ndërmarrja ende nuk i ka dollarët, ajo i blen në treg me kursin 0,9000 dhe i rishet me 0,950 duke arkëtuar, pas zbritjes së primit, një fitim prej 40 000 €. Kjo madhësi, duke zbritur madhësinë e primit të derdhur, i përgjigjet pakësimit të kreditimit të ardhshëm, të lidhur me uljen e dollarit kundrejt euros.

Për t'u mbuluar kundrejt një uljeje të ardhshme të dollarit përtej 0,900 ndërmjet nënshkrimit të kontratës dhe arkëtimit, ndërmarrja mund të pranojë një kontratë këmbimi me afat ose një garanci këmbimi sipas COFACE.<sup>1</sup>

b) kursi i këmbimit është 1,000:

Ndërmarrja nuk e ushtron opsionin. Ajo ka humbur madhësinë e primit, por fiton anasjelltas nga vlerësimi i kursit të dollarit.

Ashtu si në rastin e mëparshëm, ajo do të mbulojë rrezikun e vet të këmbimit të ardhshëm nëpërmjet një mbulimi me afat ose të një garancie COFACE.

<sup>1</sup> Shih më tej f. 336.

## SEKSIONI III: TREGJET NDËRKOMBËTARE TË KAPITALEVE

Shprehja tregjet ndërkombëtare të kapitaleve, ndonëse përdoret mjaft shpesh, është e vështirë të përkufizohet. Liberalizimi, globalizimi, titullimi, risitë financiare që janë shfaqur kohët e fundit e kanë bërë më të papërcaktuar kufirin ndërmjet tregut monetar ndërkombëtar të rezervuar për operacione me kohëzgjatje të shkurtër, përgjithësisht më pak se një vit, dhe tregut financiar ndërkombëtar për operacione afatmesme dhe afatgjata. Gjithashtu prirja për universalizimin e instrumenteve financiare e ka bërë më pak të prerë ndarjen tradicionale ndërmjet dy segmenteve të tregut me afat të mesëm dhe me afat të gjatë: tregut të eurokreditë dhe atij të euroemetimeve. Kështu ka euromjete, që janë instrumente financiare hibride, të cilat kanë njëherësh pak eurokredit, euroobligacion dhe kredi bankare, që kanë dalë në treg në mesin e viteve 80, e prej këndej shtrirja të euromediumi, një term që jepet shkurt "EMTN", i cili ka pasur sukses të madh vitet e fundit.

Operacionet e tregut financiar ndërkombëtar kanë të përbashkët butësinë dhe përshtatshmërinë brenda një kornize tepër të përgjithshme; ato japin një lloj mundësie për montime financiare të përshtatshme për evoluimet e tregjeve, për nevojat e kategorive të ndryshme të huamarrësve dhe për kërkesat e huadhënësve.

Duhet të vëmë në dukje gjithashtu se pak nga pak po shuhet dallimi ndërmjet titujve kombëtarë dhe titujve ndërkombëtarë.

Në tre seksionet e këtij kreu, për hir të qartësisë së paraqitjes do të mbahet dallimi ndërmjet tre segmenteve "tradicionale" të tregut ndërkombëtar të kapitaleve: eurokreditë, euroemetimet dhe euromjetet.

### I. EUROKREDITË

Eurokreditë janë huadhënie afatmesme ose afatgjata, që jepen prej bankave duke u nisur prej burimeve të ardhura nga tregu i eurovalutave.

Ky treg ka qenë veçanërisht i gjallë në vitet që pasuan tronditjet prej naftës. Kriza e borxheve ndërkombëtare duke nisur nga viti 1982 i ka dhënë një goditje frenuese zhvillimit të tij. Është vënë re një rimëkëmbje në fundin e viteve tetëdhjetë, konkretisht nën ndikimin e nevojave të shoqërive të mëdha, të cilat gjenin në këtë treg një mjet për të financuar programet e tyre të shitjes e blerjeve.

Tashmë 90 % e eurokredive janë të caktuara për huamarrësit e vendeve të OCDE.

#### I.1. OBJEKTET E EUROKREDIVE

Eurokreditë ose huadhëniet konsorciale u përgjigjen disa tipave të nevojave, të cilët njerëzit e praktikës zakonisht i përmbledhin në dy kategori të mëdha:

**a) Kreditë financiare**

Kreditë financiare të lidhura me operacione të përcaktuara sigurojnë, ose krahas procedurave klasike, plotësojnë financimin e eksportimeve të mallrave pajisje ose të projekteve të mëdha industriale.

**b) Kreditë “e thata”**

Kreditë “e thata”, të palidhura me operacione tregtare të përcaktuara mirë, janë mjete që u vihen në dispozicion shoqërive të mëdha për të siguruar nevojat e tyre të financimit, shteteve për të financuar bilancin e tyre të pagesave, për të ndërtuar rezervat e tyre monetare, madje edhe për të rimbursuar huamarrje të tjera (kredi në para të reja, ose new money në rastin e disa riskalioneve të borxheve).

Kohëzgjatja e eurokredive zakonisht përfshihet ndërmjet 5 dhe 7 vjetësh, por nganjëherë mund të arrijë deri në 15 vjet. Madhësitë luhaten nga disa dhjetëra milionë deri te disa miliarda dollarë.

**1.2. KUSHTET E EUROKREDIVE**

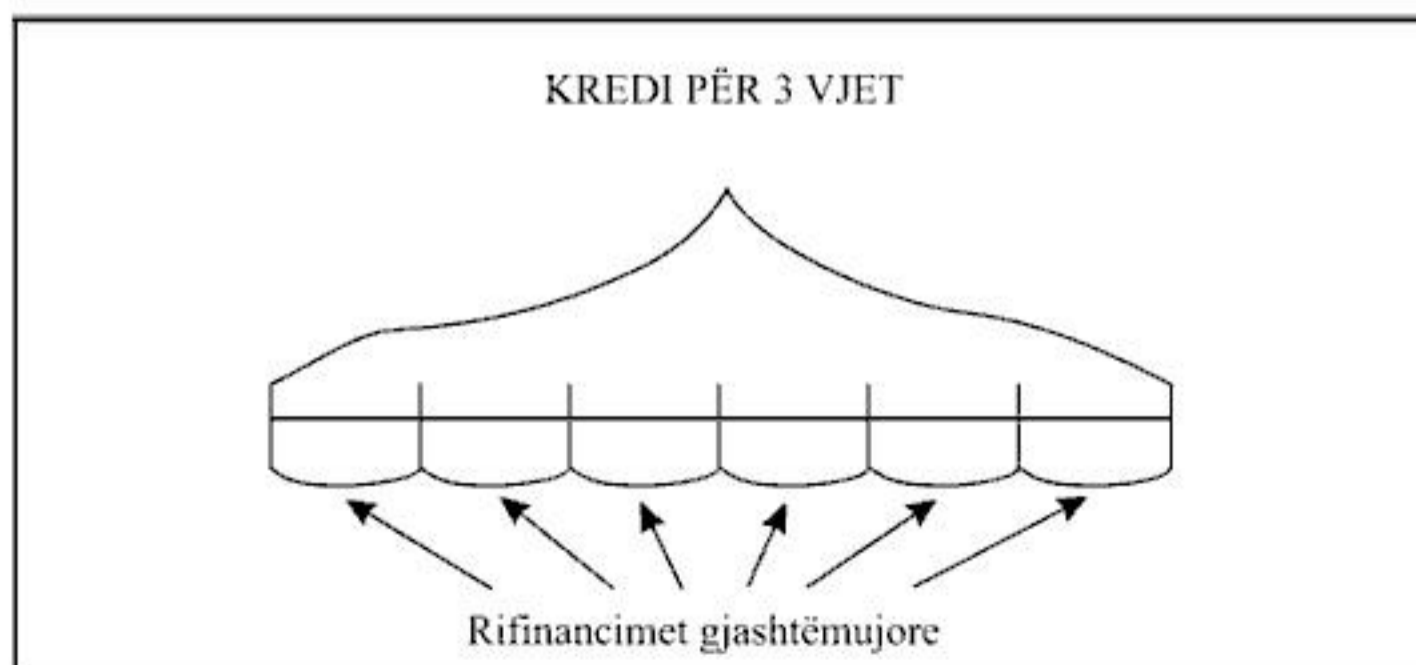
Eurokreditë përgjithësisht janë me norma të ndryshueshme. Kreditë me norma të fiksuara, që janë më pak të shpeshta, në parim u rezervohen operacioneve me kohëzgjatje të vogël.

Norma e zbatuar për huamarrësin përbëhet nga norma e bazës, e shtuar me një marzh ose “spread” dhe me komisionet bankare.

**a) Norma bazë**

Kreditë me norma interesi të ndryshueshme sigurohen kryesisht me anë të teknikës “roll over”. Meqë burimet e eurotregut janë ndërtuar kryesisht nga depozitat afatshkurtra, kurse nevojat e huamarrësve janë afatmesme ose afatgjata, bankat sigurojnë shndërrimin e burimeve të shkurtra të tregut në huadhënie me afat të mesëm ose të gjatë.

Shndërrimi sjell për bankat një rrezik norme, sepse kostoja e burimeve të tyre ndryshon për cilëndo periudhë të rifinancimit. Formula roll over mundëson që të mënjanohet rreziku i normës, duke ia kaluar huamarrësit: për secilin rifinancim, banka ia kalon koston e rifinancimit huamarrësit. Banka mban mbi kurriz rrezikun e likuiditetit (që është katastrofik, për shembull, në rastin e shterimit të tregut; strukturor, nëse për shembull, në kohëzgjatjen e kredisë do të ulej notëzimi i bankës). Roll over rrjedhimisht, është një huadhënie me normë të rishikueshme periodikisht. Një roll over prej 3 vjetësh del skematikisht kështu:



Norma e referimit është norma e zbatuar ndërmjet bankave të nivelit të parë, ditën e përtëritjes së huasë për një kohëzgjatje të madhe, në vendin ku banka bën rifinancimin.



Norma që përdoret më shpesh është ajo e tregut të Londrës, që njihet me siglën LIBOR (London InterBank Offered Rate), e cila është norma e ofertës. Për monedhat e Eurolandës, norma është EURIBOR.

**b) Marzhi ose "spread"**

Marzhi varet prej gjendjes së tregut (likuiditeti, kohëzgjatja e kredisë, valuta...) dhe nga rreziku për huamarrësin (aftësia paguese, mjedisi ekonomik dhe politik...).

Ajo zakonisht shtrihet ndërmjet 0,125 % dhe 1 %.

**c) Komisionet**

Komisionet përbëjnë një pjesë jo të papërfillshme të kostos së kredisë për huamarrësin. Më të zakonshmet janë:

- **Komisioni i menaxhimit** ("management fee"), që nga huamarrësi i derdhet shefit të vargut të ngarkuar për montimin e operacionit (i shkallës 0,5 % të huasë së dhënë).

- **Komisioni underwriting** (underwriting fee), që i derdhet sindikatës së drejtimit.

- **Komisioni i pjesëmarrjes**, që i derdhet secilës bankë pjesëmarrëse në funksion të pjesës që ajo merr në kredi (ndërmjet 0,25 % deri 0,5 % në vit) për madhësinë e patërhequr të kredisë.

- **Komisioni i angazhimit** (commitment fee) me përpjesën nga 0,25 % deri 0,5 % të madhësisë së patërhequr të kredisë.

- **Komisioni i agjentit** (agent fee), që rezervohet për agjentin, mbulon shpenzimet e menaxhimit të kredisë (tërheqja, njehsimi i interesave...).

### 1.3. MONTIMI I EUROKREDITIT

Huamarrësi ia beson një përgjegjësi të vargut mandatin për të drejtuar operacionin. Karakteristikat e eurokredisë janë të përcaktuara: madhësia, kohëzgjatja, norma e interesave, komisionet. Kryetari i vargut ndërton një grup drejtues. Oferta mund të hartohet mbi bazën e një klauzole "best effort": atëherë i përgjigjet një obligacioni mesatar, ose të një "firm commitment" underwriting, që është një angazhim i mbyllur, për të vënë fondet në dispozicion të huamarrësit, pavarësisht se cilat do të jenë vështirësitë e hasura që nga sindikimi.

Pas përcaktimit të kushteve bazë, grupi drejtues vazhdon me sindikimin e operacionit. Kjo mënyrë e dhëmbëzuar është thelbësore për eurokreditë dhe përbën njëherazi mjetin për të bashkuar madhësitë e rëndësishme, kurse për bankat huadhënëse mjetin për të shpërndarë rreziqet e tyre.

Duhet parë dy gjendje në përfundim të sindikimit të kredisë:

- ose kredia është e mbi-nënshkruar dhe kryetari i vargut atëherë duhet t'i pakësojë përpjesëtimisht kontingjentet e atribuara, përveçse, siç ndodh nganjëherë, huamarrësi nuk e rrit madhësinë.

- ose madhësia e paraparë në fillim nuk arrihet në tërësi dhe, në qoftë se bankat nuk kanë marrë zotimin zyrtar, madhësia zvogëlohet si pasojë, ose operacioni tërhiqet. Nëse është një marrje e mbyllur, diferenca vihet në barrë të bankave.

Më pas eurokredia do të jetë objekt publikimi në shtypin financiar të një "tombstone" (gur varri), në të cilin përmenden emrat e bankave pjesëmarrëse.

Eurokredia qeveriset prej një konvente të nënshkruar ndërmjet sindikatës bankare dhe huamarrësit. Në dokument përcaktohen tërësia e karakteristikave të operacionit: kohëzgjatja, madhësia, norma e interesit, komisionet, modalitetet e tërheqjes dhe të rimbursimit, garancitë e rastit...

#### 1.4. PËRDORIMI DHE RIMBURSIMI I EUROKREDISË

Eurokreditë mund të marrin forma të ndryshme, ndërsa më të shpeshta janë këto më poshtë:

- **Term loan** është formula që përdoret më shpesh. Ajo përbëhet prej 3 periudhash. E para, periudha e tërheqjes është ajo kur huamarrësi mund ta tërheqë lirisht kredinë e vet, por zakonisht nuk mund të vijojë me rimbursimin e plotë ose të pjesshëm. E dyta është periudha e hirit, në të cilën huamarrësi siguron vetëm pagimin e interesave. E fundit, faza e rimbursimit, është ajo në të cilën huamarrësi e rimbursion kredinë ose hap pas hapi, ose përfundimisht.

- **Stand by** është një kredi kur periudha e tërheqjes është mjaft e gjatë dhe madje në disa raste mund të shtrihet për gjithë jetën e huasë së marrë. Kjo formulë i ofron huamarrësit kapitale të disponueshme në rast nevoje, për shembull, për të financuar blerjet.

- **Revolving loan** është një kredi, e cila i ofron huamarrësit lehtësinë për ta rindërtuar në cilindo moment vijën e vet të kredisë nëpërmjet rimbursimeve të pjesshme ose të plota të tërheqjeve.

Duke u nisur prej këtyre kategorive, mund të nxirren tipat e ndryshëm të eurokredive, të cilët do të ndërthurin mundësinë e tërheqjes për një periudhë pak a shumë të gjatë, mundësinë e rimbursimeve të pjesshme të përzgjedhura ose jo nga lehtësia për të tërhequr nga një pjesë e rimbursuar, me periudhë përdorimi pak a shumë të gjatë, ose me një periudhë tërheqjeje të ndjekur drejtpërdrejt nga periudha e amortizimit.

Rimbursimi i eurokredive mund të kryhet një herë në afatpagesë, ose më mirë, si formula më e zakonshme, nëpërmjet transeve të barabarta ose jo, në intervale të rregullta (përgjithësisht gjashtëmujore ose vjetore).

Kredia mund të parashohë një klauzolë shumëvalutëshe dhe në këtë rast huamarrësi do të ketë lehtësinë që ta ndryshojë valutën gjatë tërheqjeve ose në momentin e rimbursimeve.

## 2. EUROEMETIMET

Tregu i euroobligacioneve është treg ndërkombëtar i obligacioneve, një treg në të cilin vihen obligacione njëkohësisht dhe me po ato kushte në një varg vendesh. Tregu i emetimeve ndërkombëtare ose i emetimeve të huaja është ai, në të cilin vlera të huajtshme emetohen në një vend të dhënë prej një jorezidenti. Një nga shembujt më të njohur ka qenë ai i "huazimeve ruse".

Tregu i euroemetimeve përbëhet nga tregu parësor, në të cilin titujt obligacione blihen gjatë nënshkrimit. Tregu dytësor është ai, në të cilin titujt bisedohen pas mbylljes së nënshkrimit, gjatë kohëvazhdimin të jetës së huasë.

Titujt mund të emetohen në çifte dhe në këtë rast çmimi i emetimit është i barabartë me vlerën në faqe të titullit. Më shpesh ofrohen me një prim, domethënë më poshtë sesa çifti dhe rimbursohen në çift.

### 2.1. KATEGORITË E EUROOBLIGACIONEVE

Ka shumë ngjashmëri me tregun vendës. Tradicionalisht dallohen katër kategori të euroemetimeve:

#### a) Euroobligacionet me normë fikse (ose "straight bonds")

Këto euroemetime klasike janë më të shpeshtat, madje edhe pse janë braktisur pak që nga viti 1982, në të mirë të obligacioneve me norma të ndryshueshme për arsye të normave të larta të interesit.



Norma e interesit fiksohet qysh në emetimin e tyre. Vlera unitare e titujve përgjithësisht është të paktën 1 000 USD ose 1 000 euro. Kuotimi është në përqindje të nominalit në bazën e kuponit. Kohëzgjatja përgjithësisht është më pak se 10 vjet. Nuk ka rrezik norme për emetuesin, por ka rrezik për krerët në rast të zgjidhjes së parakohshme, në bashkëpërkim me një rritje të normës.

**b) Euroobligacionet me norma të ndryshueshme  
(ose "floating rates notes")**

Euroobligacionet me norma të ndryshueshme janë tituj afatshkurtër, të cilët përtërihen automatikisht sipas formulës "roll over".

Kuponi ndryshon për secilën njësi veçan në funksion të normës së referimit, që përgjithësisht është LIBOR. Emetuesi ka rrezikun e normës. Norma e interesit referuese shtohet me një "spread". Kuponi mund të kufizohet ndërmjet një norme minimum dhe një norme maksimum (emetimi "mini-maksi"), me normë interesi tavan, ose të rishikohet periodikisht ndërmjet dy kuponeve (emetime mismatch).

Në vitet 80 u shfaqën FRN të përhershme, të përthithura në fondet e veta, sepse kapitali i tyre teorikisht nuk ishte i rimbursueshëm. Sot ato janë braktisur.

**c) Euroobligacionet e konvertueshme dhe me warrant**

Euroobligacionet e konvertueshme u ofrojnë nënshkruesve mundësinë që të bëhen aksionerë të emetuesit qoftë nëpërmjet konvertimit të obligacioneve në aksione, qoftë duke ushtruar bonot e nënshkrimit të aksioneve (obligacione me warrant, ose bono nënshkrimi). Disa obligacione me norma të ndryshueshme mund të konvertohen në obligacione me norma fikse.

**d) Emetimet ndërkombëtare**

Një emetim ndërkombëtar është një hua me obligacione e hedhur në tregun vendës të një shteti nga ana e një huamarrësi jorezident. Për shembull, ky është rasti i një huamarrësi francez, i cili emeton në tregun japonez tituj të regjistruar në jen. Debitori i nënshtrohet rregullores së vendit ku emetohet huaja. Që nga viti 1980 shumë shtete kanë lejuar huamarrësit që të emetojnë në tregun e vendeve të tyre obligacione të regjistruara në valutat vendëse. Atëherë flitet për vullnetarë të "yankee bonds" për titujt në USD në tregun e Shteteve të Bashkuara, për "samuraj bonds" për titujt në jen në Japoni, për "bulldog" për titujt në lira sterlina të BM në Britaninë e Madhe, për "kivi bonds" për huatë në dollarë neozelandezë...

Etapa e dytë, që është e kohëve të fundit, ka hyrë kur disa shtete kanë autorizuar emetimin nga ana e huamarrësve të huaj jo vetëm në monedhën vendëse, por edhe në një valutë të huaj.

Në treg janë shfaqur shumë formula të ndryshme huash, disa prej tyre zhduken pas fare pak kohësh, për t'u rishfaqur nganjëherë pas disa kohësh, në kohën kur tregu është më i hapur për t'i pranuar. E vlen të përmenden në veçanti disa formula.

- **Obligacionet me kupon zero:** nuk lënë vend për të paguar asnjë interes. Interesi mbetet te leverdia fiskale që u ofrohet investuesve të tatuar jo për rendimentin e titullit, por për mbivlerën.

Parimi është si më poshtë: obligacionet emetohen me një kupon zero ("zero coupon bonds") ose të vogël ("discount bonds"). Rendimenti i ulët kompensohet me anë të çmimit të emetimit, i cili është po aq më i ulët në paritet sa është më e ngritur norma e interesit dhe sa më e zgjatur të jetë afat-pagesa. Në fund të operacionit titujt rimbursohen në paritet.

- **Obligacionet e indeksuara:** më i zakonshëm është indeksimi mbi bazën e normës së tregut ndërbankar. U janë propozuar investuesve edhe tipa të tjerë indeksimi, që përgjithësisht kanë natyrë më spekulative: indeksimi me



arin ("gold indexed bonds"), ose me naftën ("oil indexed bonds"). Megjithatë këto formula nuk kanë pasur përhapje të gjerë.

- **Obligacionet me opsione:** i ofrojnë mbajtësit mundësinë që ta këmbëjë valutën, t'i bëhet pagesa ose të rimburohet për krrerët me një monedhë tjetër, veç asaj me të cilën është regjistruar titulli, ose për shembull, të kalojë nga një normë e ndryshueshme të një normë e fiksuar.

## 2.2. MONTIMI I EUROEMETIMEVE

Madhësia e kapitaleve të marra ka çuar te organizmi i sindikatave të bankave. Në fillim huamarrësi i jep mandatin një banke, përgjegjësit të vargut, që ta ngrerë operacionin. Roli i tij është të përgatisë emetimin, ta këshillojë huamarrësin për modalitetet dhe kushtet financiare e juridike të huasë, të ndërtojë me sindikatën grupin drejtues (kryetari i vargut, si dhe bashkëkryetarë), sindikatën e investimeve (selling grup) dhe sindikatën e garancisë (underwriting group). Sindikata e garancisë zotohet bashkë me sindikatën e drejtimit t'i garantojë emetuesit mbylljen e tërësisë së huasë. Sindikata e investimit ngarkohet që t'i vërë titujt në duart e nënshkruesve. Këto banka nuk janë gjë tjetër veçse ndërmjetësues të ftuar në funksion të aftësisë së tyre për t'i vënë titujt, por pa u zotuar për numrin sesa do të vënë në shitje.

Si kundërparti të shërbimeve të tyre, anëtarët e sindikatave bankare marrin komisione, të ndërtuara sipas pjesëmarrjes së tyre dhe kohëzgjatjes së huasë: komisioni i drejtimit, komisioni i garancisë, komisioni i shitjes, që në total përbëjnë ndërmjet 1 ½ % dhe 2 % të nominalit të huasë. Këtu po ashtu shtohen shpenzimet shtojcë për shtypjen e titujve, reklama, honoraret e avokatëve, shpenzimet e kuotimit në bursë...

## 3. TREGU I EUROMJETEVE

Euromjetet ("euro notes facility" ose "euro notes") janë shfaqur më 1982. Në kuptimin e ngushtë, euronotat janë emetime të titujve afatshkurtër, të cilët vazhdimisht mund të përtërihen, të përzgjedhur nga një mjet bankar afatshkurtër, duke e garantuar huamarrësin për rastin kur titulli nuk nënshkruhet. Formula është hibride, huamarrësi me euroemetim për emetimin e titujve dhe eurokredi për mjetin bankar.

Formulat e para të ofruara nga tregu (RUF: Revolving Underwriting Facilities; NIF: Note Issuance Facilities...) më së fundi dolën se u vinin kufizime huamarrësve dhe u zëvendësuan me MOF. Breziminë e fundit të euromjeteve e përbëjnë ECP, si dhe EMTN, që janë vijim i drejtpërdrejtë i tyre.

### 3.1. MULTI OPTIONS FACILITIES (MOF)

Në Francë MOF u shfaqën më 1986 dhe shënuan një sukses të madh të ndërmarrjet. MOF është një vijë kredie prej 5 deri 7 vjet, ose "evergreen" (mjete përtërihet për tërësinë e tij çdo vit, ndërsa afati i fundit mund të fiksohet në cilindo moment me nismën qoftë të pool-it të bankave, qoftë të huamarrësit), duke mundësuar në kufijtë e një madhësie të fiksuar paraprakisht që të përfitohet nga format e shumta të financimit, të përdorura veç e veç ose pavarësisht, sipa mënyrave të mëposhtme:

- Vija e kredisë bankare të konfirmuar, e përdorshme në cilindo moment me mirëkuptimin e huamarrësit me tërheqje për afate 1, 2, 3, 6, 9 ose 12 muaj.

- Vija e kredisë së pakonfirmuar, që mundëson t'u drejtohem tipave të tjerë të financimit, si avancat bankare afatshkurtra, pranimeve dhe skontimeve të çeqeve të këmbimit, bonove të thesarit.

### 3.2. EURO COMMERCIAL PAPER (ECP)

Që nga viti 1984, data e emetimit të tyre të parë, ECP kanë pasur një zhvillim të shpejtë, sepse i japin huamarrësit një mjet financimi ndërkombëtar të butë nga pikëpamja e kohëzgjatjes dhe të kushteve.

ECP është një bono urdhërpaguese afatshkurtër e mbajtësit, e emetuar nga huamarrësi pa garanci bankare. Norma e interesit referuese zakonisht është LIBOR ose LIBID e shtuar (nganjëherë edhe e pakësuar për huamarrësit më të mirë) me një "spread" në funksion të cilësisë së huamarrësit.

Ndryshe prej euronotave, ECP nuk ka nevojë për të ngritur vijat backs-top, të destinuara për të garantuar vënien në dispozicion të fondeve nga ana e bankave tregtare për huadhënësin në rastin kur euronotat nuk do të gjenin marrës në treg; ose madje edhe për bonot e thesarit, të vijës së zëvendësimit.

Një dallim tjetër është se vënia e titujve kryhet jo nëpërmjet ankandeve, por nëpërmjet një grupi të ngushtë bankash, që sigurojnë rolin e dealers.

### 3.3. EURO-MEDIUM TERM NOTES (EMTN)

Si vijim logjik i ECP, EMTN është një emetim me vijimësi të vlerave të luajtshme i dhënë mbajtësit nëpërmjet një grupi të paravendosur afaristësh, të zgjedhur prej emetuesit. Notat shpërndahen mbi bazën e "best effort". Normat e interesit janë të fiksuara ose të ndryshueshme.

EMTN-të mundësojnë të merret një financim i leverdishëm nga pikepamja e koston kundrejt euroemetimeve (komisioni i investimit është më i ulët). Ky është gjithashtu një financim i butë, meqë emetuesi, pasi është vendosur programi, zgjedh momentin në të cilin kërkon të paraqitet në treg. Ky elasticitet i ofron mundësinë për të provuar gjithë "dritaren" e normës së interesit, që mund të hapet për një moment mbi treg.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> M. Vincent, *Le financement de l'entreprise et les institutions financières*. Fondation Nationale des Sciences Politiques, Paris, 1992.





## KREU 14

### TEKNIKAT E FINANCIMIT TË TREGTISË NDËRKOMBËTARE

Financimi përbën një nga shtysat kryesore për të dalë me sukses eksportimi. Megjithatë, rreziqet e brendshme të lidhura me këto operacione janë, dhe kjo është diçka e njohur mirë, edhe më të mëdha sesa në transaksionet brenda vendit. Për t'i nxitur ndërmarrjet që të zhvillojnë drejtimet e tyre të eksportimit, autoritetet publike të pjesës më të madhe të vendeve të zhvilluara kanë krijuar organizma zyrtarë me qëllim që të mbulojnë rreziqet e lidhura me dhënien e kredive blerësve të huaj. Kështu eksportuesit francezë gëzojnë pranë COFACE sigurime të kredive për eksportimet, por gjithashtu edhe mundësinë e mbulimit të rreziqeve, të lidhura me hapjen e tregjeve të reja, me investimet në vendet e huaja që çojnë në eksportime, si dhe rrezikun e këmbimit.

Kohëzgjatja e financimit akorduar blerësit të huaj është funksion i natyrës së mallrave që eksportohen: financim afatshkurtër për lëndët e para, mallrat e konsumit, dhënien e shërbimeve, pjesët e vogla të pajisjeve; financim afatmesëm ose afatgjatë për mallrat industriale, pajisjet, uzinat me çelësin në dorë... Krahas kredive tradicionale, blerësit mund t'i propozohen mënyra të financimit më pak klasike, si leasing, kompensimi.

Së fundi, shitësit shpesh i kërkojnë klientit të vet tipa të ndryshëm garancie ose dorëzanie.

Plani i këtij kreu është si më poshtë:

Seksioni I	: COFACE
Seksioni II	: Financimin afatshkurtër i eksportimeve
Seksioni III	: Financimi afatmesëm dhe afatgjatë i eksportimeve
Seksioni IV	: Procedura të tjera të financimit të eksportit
Seksioni V	: Garancitë ndërkombëtare.



## SEKSIONI I: COFACE

COFACE është krijuar me dekretin e 1 qershorit 1946 dhe ka për mision “të garantojë përfundimin me sukses të operacioneve të tregtisë së jashtme”.<sup>1</sup>

Veprimtaria e COFACE ushtrohet rreth dy mjeshtërive:

- **Sigurimi i kredisë private në shkallë ndërkombëtare:** është udhëheqës botëror i sigurim-kredisë për eksportin lidhur me operacionet e eksportit të përzgjedhura për kohëzgjatje të kredisë më pak se 3 vjet. Ka të bëjë me mallrat e konsumit, lëndët e para, pajisjet e vogla, dhënien e shërbimeve.

- **Menaxhimi i procedurave publike franceze mbështetëse të eksporteve për llogari dhe me garanci të shtetit francez** (sigurim i panairëve dhe i kërkimeve, kredi eksportesh afatshkurtra, investime jashtë vendit, garanci këmbimi).

### I. PARIMET E PËRGJITHSHME

Ndërhyrja e COFACE u nënshtrohet parimeve të përgjithshme, që lidhen me kushtet e garancive (tipologjia e rreziqeve, e blerësve, e policave) dhe të dëmshpërblimit (kuotimi i garancisë, shtyrjet për fatkeqësitë, shtyrjet e dëmshpërblimeve).

#### I.1. TIPOLOGJIA E RREZIQEVE

Natyra e rreziqeve, kundrejt të cilave është i zbuluar eksportuesi ndryshon me rrjedhjen e fazave të ndryshme të shtjellimit të operacionit.

Përpara se të livrohen mallrat ose materialet, eksportuesi ka rrezikun e ndërprerjes së tregut ose “rrezikun e fabrikimit” në atë shkallë, që ai bën shpenzime gjatë kësaj faze, të cilat do të mbeten në ngarkim të tij në rast se do të anulohet kontrata.

Pas livrimit ai ka rrezikun e mosmbulimit të pjesshëm ose të plotë të kreditimit të vet, ose “rrezikun e kredisë”. Rreziku i mostransferimit është rrezik pengesash ose vonesash në transferimin e fondeve të derdhura nga blerësi në një bankë vendëse. Në rast shlyerjeje në valutë, eksportuesi ndodhet përballë “rrezikut të këmbimit”.

Realizimi i rreziqeve të fabrikimit dhe të kredisë mund të jetë pasojë e fatkeqësive natyrore ose e katastrofave (ciklone, përmbytje, tërmete, shpërthime vullkanesh) ose fatkeqësive politike (luftë, revolucion, trazira...), të cilat COFACE i cilëson “rreziqe politike”. Po mund të ndodhë edhe për shkak të gjendjes financiare të blerësit dhe atëherë kemi të bëjmë me “rrezikun e pafundësisë paguese ose rrezikun tregtar”.



### 1.2. BLERËSI PRIVAT DHE BLERËSI PUBLIK

COFACE ka vendosur një dallim ndërmjet blerësit privat dhe blerësit publik.

- **Blerësi privat** është një debitor, i cili mund të paditet në një gjykatë të së drejtës së zakonshme dhe kundër të cilit mund të ndërmerret një procedurë falimentimi.

- **Blerësi publik** është një debitor, i cili nuk i nënshtrohet padisë në të drejtën e zakonshme për shkak të statusit të vet juridik. Të tilla janë, për shembull, shtetet (rreziku sovran), administratat e shteteve, bashkitë, institucionet publike...

COFACE në rrezikun e kredisë dallon në mënyrë më të përpiktë:

- Blerësin sovran,
- Blerësin publik (jo sovran),
- Bankën e nivelit të parë,
- Bankën e nivelit të dytë,
- Blerësin privat.

### 1.3. TIPAT E NDRYSHËM TË POLICAVE

Nga ana e COFACE jepen tre lloje policash: polica individuale, polica globale dhe polica pajtimi.

- **Policat individuale:** jepen për secilin aktivitet veçan, sepse mbulojnë vetëm një operacion për një herë. Kanë të bëjnë sidomos me shitjet e pjesëve të pajisjeve, me tregjet e mëdha industriale, me tregjet e punës.

- **Policat globale:** i mundësojnë eksportuesit të mbulojë tërësinë e shifrës së tij të xhiros së eksportit.

- **Policat e pajtimit:** përbëjnë një kuadër përcaktues të kushteve të përgjithshme të garancive. Këto polica mbulojnë kredi me kohëzgjatje maksimale prej 3 vjetësh dhe u përshtaten sidomos ndërmarrjeve, të cilat eksportojnë materiale industriale në seri dhe që nuk dëshirojnë të garantojnë tërësinë e operacioneve të veta të eksportit.

### 1.4. KUSHTET E DËMSHPËRBLIMIT

Në rast fatkeqësie, COFACE e zhdëmton të siguarin vetëm me kusht që ai të ketë respektuar klauzolat dhe kushtet e kontratës së shitjes. Prandaj humbjet nuk duhet të jenë pasojë e gabimeve ose pakujdesive të eksportuesit.

Një parim tjetër me rëndësi është që COFACE nuk mbulon zakonisht tërësinë e rrezikut. Në rast se ndodh ai, i siguruari dëmshpërblehet vetëm për një përqindje, të quajtur "kuotim garancie", e cila varet nga natyra e rreziqeve të mbuluara (përgjithësisht 95 % për rrezikun e fabrikimit dhe 90 % për rrezikun e kredisë).

Në rast se ndodh fatkeqësia, dëmshpërblimi nga COFACE ndërhyt vetëm në fund të një shtyrjeje, të quajtur "vonesa përbërëse e fatkeqësisë". Shtyrja, që ndryshon sipas tipit të policës, përfshihet në afatin nga 2 deri 6 muaj.

### 1.5. KOSTOJA E GARANCIVE

Si kundërparti të garancisë, i siguruari derdhet një prim te COFACE. Kostoja e garancisë, e njehsuar rast për rast, është funksion i:

- tipit të rrezikut që do të garantohet (fabrikim / kredi),
- statusit të blerësit (sovran / publik / privat / bankë...),
- vendit të destinimit,
- kohëzgjatjes së kredisë (periudha e ndërtimit, periudha e rimbursimit).

## 2. TIPAT E NDRYSHËM TË GARANCIVE TË COFACE

Fusha e veprimit të COFACE është zgjeruar pareshtur. Misionit të saj të parë për të siguruar kredinë e eksportit i është shtuar mbështetja e eksportimeve tërthorazi nëpërmjet garancive të lidhura me kërkimin e tregjeve, me investimet në vende të huaja, me rrezikun e këmbimit.

### 2.1. PROCEDURAT E LIDHURA ME KËRKIMIN E TREGJEVE

Shpenzimet, që nganjëherë janë mjaft të mëdha, lidhur me mbrojtjen e tregjeve të reja, përbëjnë një rrezik financiar për ndërmarrjet, plus edhe për PME. COFACE ofron formula të ndryshme mbulimi për këtë tip rreziku:

- **Sigurim panairi:** qëllimi i tij është të nxisë pjesëmarrjen në paraqitjet jashtë vendit dhe të ruajë ndërmarrjet nga rreziku i dështimit të pjesshëm ose të plotë.

- **Sigurim për kërkime të zakonshme:** (SKZ) është i destinuar për të zhvilluar eksportimet nga Franca dhe për të mbuluar eksportimet kundrejt rasteve të paparashikuara për një kërkim të gjatë e të kushtueshëm.

- **Sigurim për kërkime të thjeshtuara:** (SKT) në fillim ishte thjesht për të vendosur, si dhe i rezervuar për eksportuesit e rinj; tashmë fusha e zbatimit të tij është zgjeruar dhe kështu sot i është mundësuar që të ketë të bëjë me shumë eksportues.

Skematikisht këto kontrata përcaktojnë kushtet e dëmshpërblimit (kohëzgjatja e kontratës, buxheti i shpenzimeve të pranuar në garanci, norma e amortizimit të shpenzimeve, kuotimi i garancisë...) të të sigurtuarit për rastin kur rezultati do të jetë i pamjaftueshëm lidhur me shpenzimet e nevojshme për kërkimin e tregjeve të reja të eksporteve.

Kuotimi garanci nga ana e COFACE përgjithësisht është 65 % (kuotimi përmirësohet me 10 % për Japoninë).

**Ilustrim:** Në kuadrin e një APN, një ndërmarrje ka bërë shpenzimet për kërkim të garantuara për 750 000. Shitjet në atë zonë kanë qenë 5 000 000; norma e amortizimit e bashkëbiseduar me COFACE është 6 %.

- shpenzimet: 750 000
- amortizimi: 300 000 (5 000 000\*6 %)
- humbja e dëmshpërblyeshme për ushtrimin: 450 000
- dëmshpërblimi nga ana e COFACE për ushtrimin:  
450 000 x 65 % = 292 000

Duhet vënë në dukje se në rastin kur ndërmarrja realizon një fitim gjatë ushtrimit, ajo duhet t'ia derdhë COFACE-s në kufirin e dëmshpërblimeve të marra.

### 2.2. SIGURIMI KREDI

COFACE ofron një gamë të gjerë garancish, ndërsa secila u përgjigjet nevojave të posaçme në funksion të gjendjes së ndërmarrjes eksportuese.

Dallohen garancitë afatshkurtër në të cilat COFACE ndërhyt si sigurues privat (deri në 3 vjet kredi) dhe garancitë afatmesme (përtej 3 vjetësh kredi), në të cilat ajo ndërhyt për llogari të shtetit.

#### a) Garancitë afatshkurtra

Ato kanë të bëjnë njëherazi me tregtinë e zakonshme të mallrave të konsumit dhe me dhënien e shërbimeve të pajisura me kohëzgjatje kredie, e cila nuk i kapërcen 180 ditë, dhe me mallrat e pajisjeve të lehta ose produktet në seri, kohëzgjatja e kredisë për të cilat është më e vogël sesa 3 vjet.



- **Për garancitë që mbulojnë operacionet e tregtisë rrjedhëse**, i siguruari duhet të marrë miratimin paraprak të COFACE, domethënë madhësinë maksimale të mbulimit të përhershëm, që ajo pranon të garantojë për blerësin e huaj. Eksportuesi kështu mund të realizojë një rrjedhë të vijueshme veprimesh të shitjes me blerësin, pa qenë nevoja të kërkojë pajtimin e COFACE dhe duke qenë i garantuar prej saj, në kufirin e mbulimit të autorizuar.

Sigurimi kredi PCT mbulon mospagimet për shkaqe politike, nga katastrofat ose të shkaktuara nga pamundësia për të transferuar shlyerjet e klientëve të huaj.

- **Garancitë e dhëna për shitjet e pajisjeve të lehta dhe për ofrimin e shërbimeve** jepen për secilin aktivitet veçan. I siguruari i drejtohet COFACE-s me kërkesën për garanci, që paraqet karakteristikat kryesore të operacionit për t'u kryer. Nëse COFACE pranon të garantojë operacionin, ajo nxjerr një premtim garancie të vlefshëm 4 ose 6 muaj sipas policës dhe rrezikut që mbulohen.

Policat përkatëse janë:

- **Equipex**, policë globale që mbulon rrezikun tregtar për eksportimet e mallrave pajisje dhe dhënieve të shërbimeve në zonën OCDE, me kohëzgjatje të kredisë që nuk i kalon 3 vjetët.

- **Grand Export**, policë abonimi, që mbulon rrezikun tregtar dhe politik për zonën jashtë OCDE, plus Turqinë dhe Meksikën, me kohëzgjatje kredie më të vogël se 3 vjet.

- **BE Plus**, policë globale me të cilën i siguruari zgjedh për secilin aktivitet veçan rrezikun që do të mbulojë, për operacione me kredi më të shkurtër se 3 vjet.

#### *b) Garancitë afatmesme*

Kontratat e mëdha të eksportimeve: shitjet e pajisjeve të rënda, komplekset e mëdha industriale, tregjet e punimeve publike mund të financohen nëpërmjet dy procedurash: kredi furnizuesi dhe kredi blerësi. Këto kontrata, të pajisura më shpesh me kredi të një kohëzgjatjeje më të madhe se 3 vjet, shpesh mbulohen me polica individuale. Për secilin operacion eksportuesi depoziton një kërkesë paraprake garancie të COFACE për vetveten në kredi furnizuesi dhe për bankën në kredi blerësi.

- **Polica për kredi furnizuesi:** mbulon rrezikun e fabrikimit dhe kredinë e eksportuesit, i cili i ka akorduar një kredi blerësit të vet ose njërit prej këtyre dy vetave të marrë veçan.

COFACE dallon statusin e eksportuesit, që mund të jetë publik ose privat, nga faktet shkaktare të fatkeqësisë, të cilat mbulohen për të njehsuar primin që duhet paguar dhe për të përcaktuar përqindjen e mbulimit të dhënë. Për shembull, nëse është puna për një blerës privat, COFACE mund të mbulojë vetëm rrezikun politik dhe të mos pranojë të mbulojë as paaftësinë paguese të debitorit, as mungesat e tij të gjendjes, nëse e vlerëson që sipërfaqja e këtij është tepër e dobët. Veç kësaj, duhet vënë në dukje se mungesa e pastër dhe e thjeshtë e gjendjes së një debitori privat asnjëherë nuk mbulohet nga COFACE për rastin e rrezikut të fabrikimit.

Kuotimi garanci nuk mund të kapërcejë 95 % për rrezikun e fabrikimit dhe 90 % për rrezikun e kredisë.

- **Polica e kredisë blerës:** mbulon vetëm rrezikun e kredisë për blerësit publikë dhe për blerësit privatë në aspektet e tij politike dhe tregtare, nëse blerësi është privat.

Rreziku i fabrikimit mund të garantohet me kërkesën e eksportuesit në kuadrin e një police të tipit kredi furnizuesi. Kuotimi garanci është 95 %.



### 2.3. GARANCITË E TJERA

Do të vëmë në dukje veçanërisht:

- **Sigurimet për këmbim:** COFACE propozon garanci këmbimi, të cilat u mundësojnë eksportuesve të mbulojnë rreziqet e këmbimit, të lidhura me kontratën e tyre të bizneseve në valuta për eksportimet e mallrave të konsumit dhe për dhënien e shërbimeve, ose edhe për dhënien e ofertës për kontratat e shitjes së pjesëve të pajisjeve. Garancitë mund të pajisen me mundësi interesi në rast vlerësimi të valutës.

- **Garancitë e investimeve jashtë vendit** kanë të bëjnë me tipat e investimeve jashtë vendit. Këto investime mund të marrin format e mëposhtme: pjesëmarrje në kapital, huadhënie afatgjata aksionerëve, avanca dhe llogari rrjedhëse të bllokuara, si dhe angazhime të tilla, si huadhëniet bankare, pengjet si kundërparti të huadhënieve vendëse për pajisjet me afat të mesëm dhe të gjatë, detyrime me afat të lidhura me veprimtarinë e ndërmarrjes së huaj.

Garancia mbulon fatkeqësitë e natyrës politike të mëposhtme:

- *rrezikun e prekjes së pronësisë* si pasojë e fatkeqësive politike të tilla si: shtetëzimet, shpronësimet, lufta, revolucioni....

- *rreziku i mospagimit ose i mostransferimit* kur ndërmarrja nuk mund të marrë pagimin e shumave, të cilat ia detyrojnë për shkak të investimit të saj. Kjo garanci zbatohet me teknikat e financimit të projektit (Project Finance) ose të financimit me kërkesë të kufizuar.

- **Garancia e dorëzave:** COFACE ofron si shtojcë për disa polica sigurimi të kredisë edhe mundësinë e garancisë së rrezikut të apelimit abuziv të dorëzave dhe garancive.



## SEKSIONI II: FINANCIMI AFATSHKURTËR I EKSPORTEVE

Financimi afatshkurtër i eksporteve mund të sigurohet me anë të mobilizimit të kreditimeve, të avancave në valutë, të skontimeve të jashtme, të faktoringut dhe të kredisë dokumentare.<sup>1</sup>

### 1. MOBILIZIMI I KREDITIMEVE TË LINDURA JASHTË VENDIT

M.K.L.J. është një procedurë e thjeshtë, që u mundëson eksportuesve të marrin madhësinë e kreditimeve të tyre afatshkurtra nga jashtë vendit. Kjo procedurë zbatohet për eksportimet reale të mallrave dhe me disa kushte, e po ashtu për dhënie të shërbimeve. Shtyrja e pagesës që i jepet blerësit të huaj nuk duhet të kapërcejë 18 muaj dhe mobilizimi mund të prekë tërësinë e kreditimit.

Mobilizimi kryhet nëpërmjet skontimit të çeqeve, që mbajnë dy nënshkrime: atë të përfituesit dhe atë të bankës mobilizuese. Mobilizimi nuk e çliron bilancin e eksportuesit, në qoftë se banka ka kundër tij një padi për shkak të mospagimit nga blerësi i huaj.

### 2. PARADHËNIA NË VALUTË

Avanca në valutë përbën një burim financimi para kohe të shlyerjes së pritshme nga blerësi i huaj. Eksportuesi i kërkon bankës së vet që t'i japë një paradhënie në valutë për shitjen e produktit i cedimit të valutave në tregun e këmbimit i sjell atij një financim. Shlyerja e blerësit do të zbatohet me rimbursimin e paradhënies. Nëse paradhënia pranohet po në atë monedhë si edhe kreditimi, eksportuesi nuk ndodhet përballë rrezikut të këmbimit. Megjithatë, për arsye të normave të interesit, ai mund të zgjedhë të marrë hua një devizë të ndryshme nga ajo e kreditimit të tij, por atëherë ai del i zbuluar përpara rrezikut të këmbimit.

### 3. SKONTIMI I HUAJ

Skontimi i huaj qeveriset po nga ato parime si dhe skontimi në Francë. Ndërmarrja i mobilizon kreditimet e veta për jashtë, duke bërë skonton pranë bankave. Cedimi nuk paraqet asnjë garanci pagese, sepse nuk ka blerje të kreditimit nga banka që bën skontimin. Nganjëherë është e mundshme të veprohet me skonto pa kërkesë, që e transferon përfundimisht rrezikun e mospagesës të banka dhe mundëson kështu që të çlirohet bilanci i importuesit.

<sup>1</sup> Shih f. 378.



#### 4. FAKTORINGU OSE FATURIMI

Faturimi është një transfertë e kreditimeve tregtare të titullarit të tyre te një “faturues” ose te një “faktor”, i cili merr përsipër të kryejë mbulimin dhe garanton përfundimin e mbarë, madje edhe në rast të falimentimit të debitorit. Faktori mund të rregullojë që më parë gjithë madhësinë ose një pjesë të kreditimeve të transferuara.

Faturimi kështu është njëherazi një procedim mbulimi për kreditimet tregtare, një garanci për rreziqet e klientëve dhe një mjet financimi total ose i pjesshëm për kreditimet e klientëve.

Komisioni i faturimit është në funksion të shërbimeve të ofruara (nga 0,5 deri në 2,5 %), dhe pastaj shtohet kostoja e financimit me paradhënie.

## SEKSIONI III: FINANCIMI AFATMESËM DHE AFATSHKURTËR I EKSPORTEVE

Në fillim nga bankat janë përdorur dy tipa procedurash, BFCE (që më pas u bë NATEXIS Bankat popullore) në veçanti, me miratimin e autoriteteve publike, të Bankës së Francës, në lidhje me COFACE-n, me qëllim që t'u mundësohej eksportuesve francezë të lejonin shtyrje pagesash relativisht të gjata për blerësit e tyre të huaj: kredia furnizues e krijuar më 1945, pastaj më 1965 kredia blerës.

Që nga fundi i vitit 1982 kanë hyrë kredia furnizues dhe kredia blerës në valutë. Duke nisur nga vitet 1985-1986, autoritetet publike kanë vënë në veprim një shkëputje të pjesshme prej financimit të eksportimeve dhe njëkohësisht u vunë në veprim paralelisht procedura të reja të financimit.

Tashmë dallohen:

- **Kredia e administruar**, nëse kredia blerës ose furnizues përfiton mbështetje publike nëpërmjet mekanizmit të stabilizimit të normës dhe një garanci për një sigures-kredie.

- **Kredia në "garanci të pastër" ose "pure cover"**, në qoftë se kredia përfiton vetëm një garanci të dhënë nga një sigures-kredie. Në këtë rast normat as bonitohen dhe as stabilizohen, ndërsa fiksohen lirisht prej bankave, indeksohen sipas një treguesi referimi (Euribor ose Libor) dhe mund të jenë të ndryshueshme, të rishikueshme (të fiksuara për secilin përdorim) ose të fiksuara.

- **Kredia "financiare" ose kredia "e lirë"**, në rast se kredia realizohet pa mbështetjen e shtetit dhe pa asnjë garanci të një siguresi-kredie. Rreziku i fabrikimit merret përsipër nga eksportuesi dhe rreziku i kredisë nga banka. Për shkak të rreziqeve që merren përsipër dhe të ponderimit Cooke me 100%, u rezervohet huamarrësve më të mirë dhe përgjithësisht lidhet me një kredi blerësi klasike e të kufizuar për financimin e parapagimeve.

- Veç këtyre, gjithnjë e më shumë po dalin **operacione "shumëburimëshe"**, që i strukturojnë grupet e mëdha shumëkombëshe, të cilat mund të "burimojnë" te filialet e tyre në vende të ndryshme, ose edhe konsorciumet shumëkombëshe, të organizuara në bashkëtrajtim ose me nëntrajtim. Ky evoluim ka ardhur prej rëndësisë gjithnjë në rritje të projekteve, të cilat nuk përputhen kurdoherë me kufizimet që ndesh angazhimi (gjeografike ose sektoriale) të fiksuara prej agjencive të kredisë eksport dhe nga autoritete publike në kuadrin e politikës së tyre për vendet me rrezik.

### I. KREDITË E ADMINISTRUARA

Kreditë e administruara janë kredi eksporti, që përbëjnë objektin e një ndërhyrjeje të autoriteteve publike për të fiksuar dhe stabilizuar normat dhe që janë të mbuluara me mbulimin COFACE.

Normat e zbatueshme për këto kredi, të përcaktuara që në kërkesën për garanci të COFACE, ndjekin rregullat e Rregullores së OCDE. Që nga viti 1978 Rregullorja ka vënë rregulla për kreditë e eksportit, të cilat përfitojnë nga mbështetja publike e vendeve të OCDE.

Rregullorja përcakton konkretisht:

- Minimumin e paradhënies që kërkohet me para (zakonisht 15 % e vlerës së kontratës);
- Kohëzgjatjen maksimum të kredisë sipas kategorisë së vendeve;
- Pjesën maksimale të shpenzimeve vendëse të financueshme;
- Normën e interesit minimum;
- Normat e primeve minimum.

Primet për mbulimin e rrezikut të mosrimbursimit të kredive për eksportim përcaktohen në funksion të kategorisë së rrezikut. Vendet klasifikohen në tetë kategori (nga 0 në 7), përcaktohen norma primi minimum për secilën kategori nga 1 te 7 (Marrëveshja e OCDE e quajtur "Knaepen Package").

Konsensusi i OCDE kërkon që shpenzimet lokale të mos mund të financohen për vendet e pasura dhe vetëm në kufirin e parapagimeve për vendet e tjera.

Tashmë vendet janë grupuar në 2 kategori në funksion të Prodhimit Kombëtar Bruto për frymë:

- **Vendet e kategorisë 1:** janë ato, të cilave Banka Botërore nuk u jep hua. PKB-ja për banor e këtyre vendeve është më e lartë sesa pragu i fiksuar nga Banka. Këto janë vende të pasura dhe relativisht të pasura. Shtyrja maksimale e rimbursimit për kreditë është 5 vjet dhe mund të çohet, në disa kushte të caktuar, deri te 8,5 vjet.

Kjo kategori nuk përfiton stabilizimin për pjesën vendëse.

- **Vendet e kategorisë 2:** hyjnë të gjitha vendet, të cilat nuk bëjnë pjesë në kategorinë 1. PKB-ja për frymë e këtyre vendeve është poshtë pragut të Bankës Botërore. Kohëzgjatja maksimale e kredive është fiksuar në 10 vjet.

Normat që zbatohen janë ato të TICR.

#### *a) CIRR (Commercial Interest Rate Reference) ose TICR (Norma e Interesit Tregtar Referuese)*

Njehsohet për secilën monedhë në mënyrë që të pasqyrohet niveli i normave të interesit në treg dhe botohet çdo muaj nga OCDE.<sup>1</sup>

#### *b) Ndërhyrja e Bankave Popullore Natexis (ish BFCE)*

Natexis ndërhyr për llogari të Thesarit në stabilizimin e kredive. Stabilizimi është mekanizmi, i cili mundëson të përthithen diferencat ndërmjet një pjese të normës së daljes të konsensusit (CIRR) dhe, nga ana tjetër, normës së burimeve, që shërben për të financuar kredinë, duke i shtuar marzhin bankar.

### 1.1. KREDIA FURNIZUES

Kredia furnizues është një kredi bankare me skontim, e cila i akordohet një furnizuesi francez, i cili i ka lejuar partnerit të vet të huaj shtyrje të pagesave më shumë sesa për 18 muaj. Kjo kredi mundëson që të arkëtohet madhësia e kreditimit në livrim. Rrjedhimisht, kredia i bëhet eksportuesit francez, prandaj edhe merr emrin kredi furnizuesi.

Formula e furnizuesit po përdoret gjithnjë e më pak.

<sup>1</sup> Normat e zbatueshme për periudhën nga 15 prilli deri më 15 maj 2004 për kreditë e regjistruara në euro kanë qenë: kohëzgjatja më pak se 5 vjet: 3,54 %; kohëzgjatja ndërmjet 5 dhe 8,5: 4,11 %; kohëzgjatja mbi 8,5 vjet: 4,54 %.



### a) Karakteristikat dhe kushtet e përzgjedhshmërisë

Këto kredi zbatohen në veçanti për eksportimin e mallrave pjesë të pajisjeve të materialeve të rënda, për tërësitë industriale.

Përfituesi i kredisë përgjithësisht është eksportuesi. Kreditimi duhet të jetë i sigurtë si madhësi, si afatpagesë dhe si përzgjedhshmëri. Financimi mund të jetë për tërësinë e pjesës franceze dhe të përngjashmohet me kontratën, duke bërë zbritjen për parapagimet. Administrata franceze gjithnjë kërkon pagimin e një parapagimi minimum me porosi (në parim ndërmjet 15 dhe 25%).

Pikënisja e fillimit të financimit fiksohet në fund të detyrimeve kontratore të eksportuesit, domethënë duke u nisur nga livrimi për mallrat, ose në fund të montimit, nëse shitësi është përgjegjës për montimin ose për vënien në udhë.

### b) Shtjellimi i kredisë furnizues

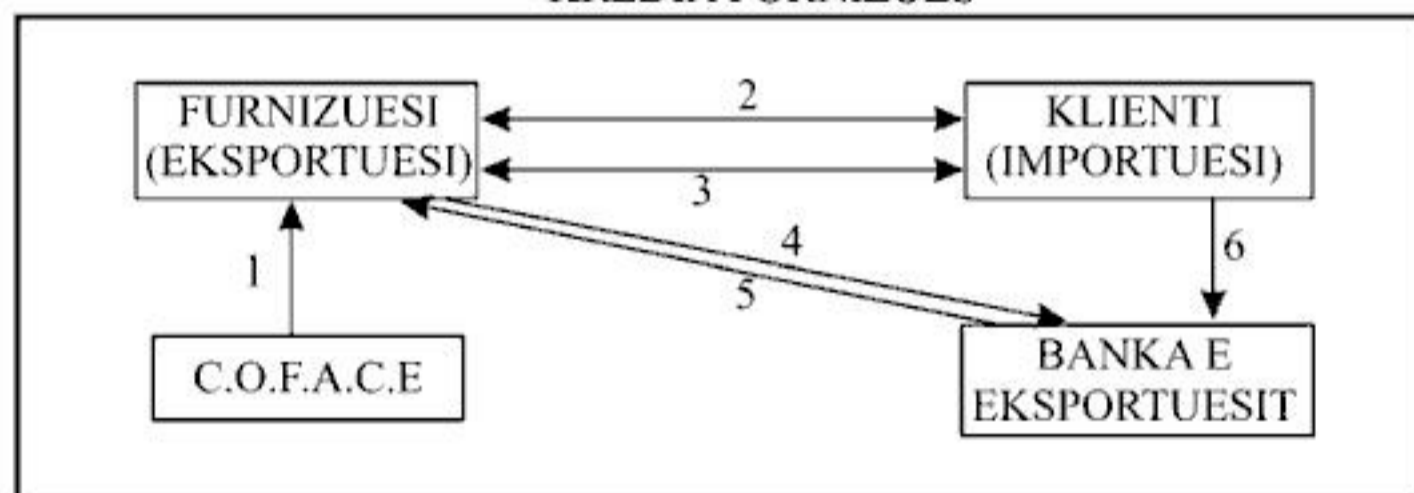
Realizimi i kredisë furnizues bëhet nëpërmjet skontimit të çeqeve (bono urdhërpagese, kambiale, kambiale proforma), që e materializojnë kreditimin tregtar të eksportuesit ndaj blerësit. Kambialet mbulojnë tërësinë e madhësisë së financuar në kuadrin e kredisë furnizues.

Kambialet që tërhiqen prej furnizuesit (lëshuesi) pranohen nga klienti (tërheqësi) dhe rivihen në një bankë, e cila paraprakisht ka marrë mandatin e pakthyeshmë (mandatin e të besuarit) të blerësit për t'ia livruar kambialet furnizuesit kundrejt paraqitjes së dokumenteve, të cilat dëshmojnë se shitësi i ka përbushur detyrimet e veta kontratore (për shembull, dokumentet e transportit për furnizimet e mallrave, dëshminë e përparimit të punimeve për punimet ose për furnizimet...).

Eksportuesi atëherë është në gjendje të skontojë kambialet te banka.

Modalitetet e rimbursimit të huasë së marrë (kohëzgjatja, data e afatpagesës së parë, numri i afatpagesave, norma e interesit...) përcaktohen në kontratën tregtare. Rregulloret për blerësin sigurojnë rimbursimin e kredisë nga ana e eksportuesit për secilën afatpagesë.

### KREDIA FURNIZUES



1. Eksportuesi merr një premtim garancie nga COFACE.
2. Nënshkruhet kontrata tregtare.
3. Dhënia e çeqeve shitësit.
4. Skontimi i çeqeve nga ana e furnizuesit.
5. Pagesa e çeqeve nga ana e bankës.
6. Pagesa në afatpagesa e çeqeve nga ana e blerësit.

### 1.2. KREDIA BLERËS

Kredia blerës është një kredi, që jepet drejtpërdrejt nga një bankë franceze për një blerës të huaj, me qëllim që t'i mundësohet të shlyejë në para furnizuesin francez.

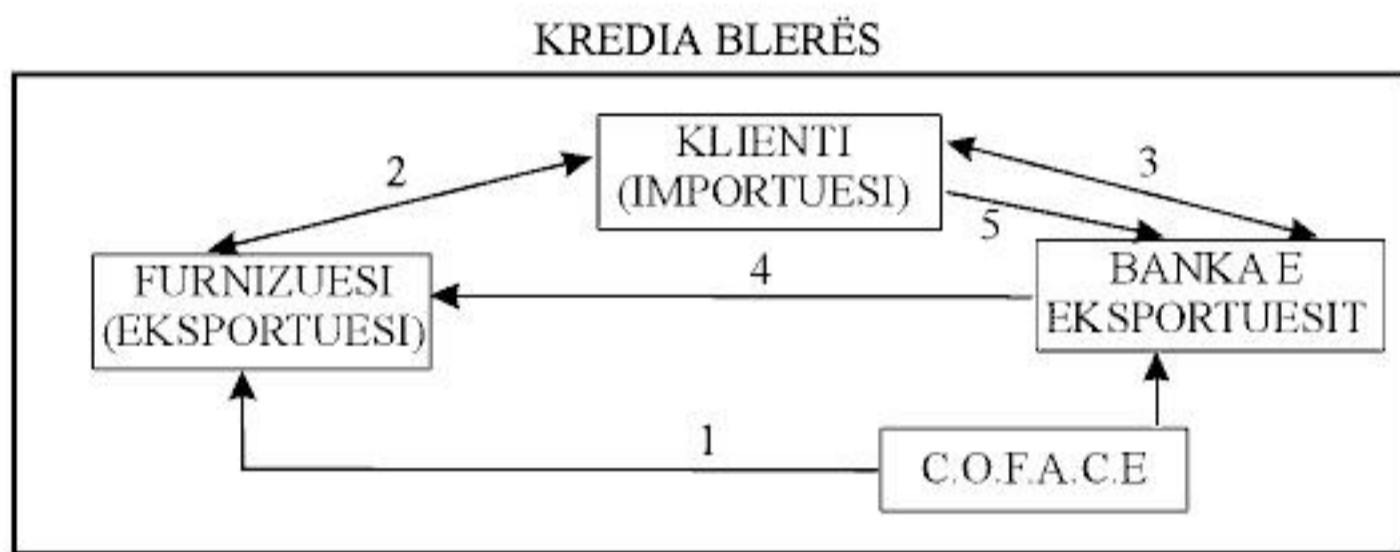
Një nga karakteristikat themelore të kredisë blerës është prania e dy kontratave të veçanta dhe të pavarura.

- **Kontrata tregtare**, e cila përcakton detyrimet përkatëse të shitësit dhe të blerësit, domethënë furnizimin nga ana e njërit dhe pagesën nga ana e tjetrit.

- **Marrëveshja e kredisë**, që përfundohet ndërmjet bankës dhe blerësit. Bankat franceze, me disa kushte, zotohen që të vënë në dispozicion të blerësit shumat e nevojshme lidhur me zotimet e tij për pagesa në para. Përcaktohen kushtet e rimbursimit, normat e komisionet dhe mjetet e shlyerjes të marrëveshjeve që mund të dalin. Nga ana e vet, blerësi duhet të japë një mandat të pakthyeshem për bankat, që të kryejnë “për llogari të tij” dhe në emër të tij, si dhe “me nënshkrimin e tij” pagimin e drejtpërdrejtë furnizuesit.

Prania e dy kontratave sjell si rrjedhim praninë e dy policave COFACE: njëra për rrezikun e fabrikimit në dobi të furnizuesit, tjetra për rrezikun e kredisë në dobi të bankave.

Kushtet e përzgjedhshmërisë janë të ngjashme me ato për kreditë furnizues.



1. Eksportuesi merr një premtim garancie nga COFACE për rrezikun e fabrikimit dhe banka për rrezikun e kredisë.
2. Nënshkruhet kontrata tregtare.
3. Nënshkruhet marrëveshja e kredisë.
4. Pagesa në para e furnizuesit.
5. Rimbursimi i kredisë në afatpagesa nga ana e blerësit.

### 1.3. ZGJEDHJA NDËRMJET KREDISË BLERËS DHE KREDISË FURNIZUES

Teknika e financimit afatmesëm dhe afatgjatë të eksporteve, kredia blerës dhe kredia furnizues kanë disa dallime, që e tërheqin eksportuesin, kur del mundësia që të zgjedhë këtë apo atë ndër mjetet e financimit:

- **Pasoja mbi bilancin e ndërmarrjes**: kredia blerës është asnjëherë për bilancin e ndërmarrjes, ndërsa përdorimi i kredisë furnizues shndërrohet në një fryrje të bilancit: llogari e klientit në aktiv, hyrje në borxh në pasiv, me përjashtim të rastit të skontove në proces.

- **Rreziku**: në rast skontimi, me përjashtim të rezultatit të mirë, eksportuesit në kredinë furnizues i mbetet rreziku për blerësin. Në kredinë blerës, po ashtu eksportuesi ndodhet pothuaj në pozitën e pagesës me kredi dokumentare: pagim me paraqitjen e dokumenteve përkatëse.

- **Juridike**: prania e dy kontratave në kredi blerës e bën procedurën më të rëndë sesa për kredinë furnizues. Për operacione me madhësi të vogla ose që duhen përfunduar shpejt, përshtatet më mirë kredia furnizues.

- **Kostot**: në kredinë furnizues, eksportuesi fikson kushtet e veta kontratore, lirisht kundrejt normës së konsensusit. Anasjelltas, furnizuesi nuk ka asnjë amplitudë në fushën e normave në mënyrën e blerësit.

- **Menaxhimi**: kredia furnizues sjell një menaxhim më të rënduar për eksportuesin (mbulimi, mospajtimet...) sesa në kredinë blerës..

## 2. KREDITË “E LIRA”

Që nga viti 1985 bankat janë të autorizuar të japin kredi “të lira” në euro ose në valuta për blerësit jo rezidentë për eksportet franceze. Këto kredi quhen të lira, sepse në kundërshtim me kreditë e administruara klasike, ato përjashtohen prej çfarëdo ndërhyrjeje publike, si në nivelin e garancisë, ashtu edhe të financimit, ndërsa kushtet e tyre janë në funksion të tregut.

Këto kredi përbëjnë një formulë të butë financimi, zbatimi i së cilës është në kompetencë vetëm të bankave, gjë që përbën një faktor për shpejtësi të çmueshme në rastin e një negociimi tregtar. Kohëzgjatja e kredisë është e lirë, financimi mund të shtrihet për gjithë kontratën dhe normat janë në funksion të tregut. Nganjëherë bankat kërkojnë dorëzaninë e një banke të blerësit ose një garanci. Megjithatë, meqë mungon garancia COFACE dhe stabilitimi i normës, formula mbetet t’i nënshtrohet vlerësimit të rrezikut të vendit nga banka huadhënëse.

## 3. “REZERVA E VENDEVE EMERGJENTE” (RPE)

Rezerva e Vendeve Emergjente ka dalë nga reforma e protokolleve financiare që u bë më 1998. Në vend të paketave financiare për secilin vend është vendosur një logjikë e ndihmës-projekt, për ato vende për të cilat lista është mbyllur në fillim të vitit. Zbatimi i një ndihme në formën e RPE bëhet me nënshkrimin e një protokollit me Autoritetet e Vendeve përfituese për një projekt të përcaktuar mirë, pas vlerësimit të këtij projekti dhe miratimit nga ana e DREE. Kështu logjika për secilin vend është zëvendësuar me logjikën për secilin projekt.

Synimet kryesore të RPE janë:

- T’u mundësohet ndërmarrjeve franceze të marrin pozita tregtare ose referime teknologjike strategjike në kuadrin e projekteve, që marrin pjesë në zhvillimin e vendeve huamarrëse;
- Të lehtësohet bashkëfinancimi me partnerë dypalësh ose shumëpalësh (Banka Botërore, bankat rajonale të zhvillimit);
- Të mbrohet prania ekonomike franceze përballë ndihmave dypalëshe të vendeve të tjera, të cilat do të përbënin pengesë për t’ua dhënë tregjet ndërmarrjeve franceze.

Marrëveshja duhet të respektojë rregullat e vendosura nga OCDE në fushën e ndihmës, të cilat fiksojnë konkretisht nivelet minimum të aftësisë koncesionale të kredive të dhëna dhe ndalojnë financimin me kredi ndihme të projekteve mjaft rentable, që të mund të financohen në treg.





## SEKSIONI IV: PROCEDURA TË TJERA TË FINANÇIMIT TË EKSPORTIT

Eksportuesi mund të jetë i prirur t'i propozojë klientit të vet teknika financimi më pak "klasike". Pa i shtenuar të gjitha, po përmendim disa prej tyre më në veçanti.

### 1. AKORDI OSE SKONTIMI ME AKORD

Akordi është një procedurë blerjeje, pa qenë nevoja që eksportuesit t'i kërkohen kreditime përfaqësuese të livrimeve të mallrave ose të dhënies së shërbimeve. Çeqet përfaqësuese të kreditimeve pranohen prej importuesit dhe, në një mënyrë të përgjithshme, marrin dorëzimin e një banke të nivelit të parë të vendit të blerësit.

Sipas natyrës së produkteve që eksportohen, kredia mund të pranohet për një periudhë që shkon nga 6 muaj deri në 7 vjet.

Akordi mundëson një financim prej 100 %, duke mënjanuar gjithë rreziqet për eksportuesin: mospagimin, mostransferimin, rrezikun e këmbimit dhe rrezikun politik, të cilat i merr përsipër ai që bën akordin. Eksportuesi veç kësaj, mund ta mbulojë rrezikun e fabrikimit pranë COFACE-s.

Rrjedhimisht, akordi është i ngjashëm me një kredi furnizuesi pa të drejtë apelimi.

### 2. QIRADHËNIA (LEASING) NDËRKOMBËTARE

Zakonisht dallohen dy kategori të mëdha të qiradhënies: qiradhënia operacionale dhe qiradhënia financiare. Në rastin e parë, njëri nga objektivat kryesorë përbëhet nga kërkimi i dekonsolidimit për blerësin përfundimtar, i cili për këtë arsye duhet të fitojë një opsion blerjeje me vlerën mbetëse, e cila t'i përgjigjet çmimit të tregut. Lizingu financiar, i cili jo doemos parasheh një opsion blerjeje, u përgjigjet shqetësimeve të ndryshme dhe forca e tij tërheqëse kryesore është se i mundëson qiramarrësit të marrë një pronësi, të financuar duke u nisur prej një buxheti funksionimi, sepse rimbursimi kontabilizohet në barrë shfrytëzimi në vend që të financohet nga një buxhet pajisjeje. Në disa raste të veçanta, në funksion të legjislacioneve fiskale të shtetit përkatës, ndihmojnë për ta lehtësuar koston e financimit disa avantazhe financiare, si mundësia për t'i amortizuar pasjisjet si për qiramarrësin, ashtu edhe për qiradhënësin.

### 3. KOMPENSIMI

Gjithnjë e më shpesh po shohim se eksportuesit po bëjnë të detyrueshme kërkesa për kundërblerje.

Kompensimi është term i përgjithshëm, i cili mbulon gjithë format e tregtisë, në të cilat një eksportues pranon pagesën tërësore ose të pjesshme për blerësin e tij të produkteve reale, të mallrave ose të shërbimeve.

Format më të përdorshme të kompensimit janë: kompensimet tregtare (shkëmbimi, kundërblerja), kompensimet industriale që shoqërohen përgjithësisht me transferim teknologjie (buy-back, offsets).

- **Shkëmbimi (barter)** është forma e kompensimit më e thjeshtë. Ajo i përgjigjet një shkëmbimi të drejtpërdrejtë të mallrave ose të shërbimeve, pa bërë transfertë financiare. Në formën e sotme, shkëmbimi organizohet rreth dy kontratave të kryqëzuara. Në vend të angazhimit monetar bëhet angazhimi me kompensim, në rast se nuk do të respektohej i pari.

- **Kundërblerja:** në një operacion të kundërblerjes, shitësi zotohet të blerë nga klienti i vet, duke zbatuar detyrimet sipas kontratës, mallra kundrejt një përqindjeje, për të cilën janë marrë vesh që më parë në kontratën kryesore të eksportimit.

- **Blerja me rikthim ose buy-back** është një marrëveshje, sipas së cilës shitësi si pagesë të plotë ose të pjesshme të livrimeve të veta për mallrat ose njësitë e prodhimit me çelësin të dhënë në dorë, merr produktet e prodhuara nga këto pajisje. Shteti blerës kërkon një burim vetëfinancimi dhe një mjet për të çuar jashtë shtetit një pjesë të prodhimit të vet, pa qenë nevoja që të kërkojë klientë.

- **Offset-et** kanë të bëjnë kryesisht me sektorët ku shtohet vlerë e lartë. Më shpesh marrin formën e nëntrajtimeve ose të bashkëprodhimit, të transferimit të teknologjisë. Vendi blerës kërkon që një pjesë e kontratës kryesore të realizohet në vendin e tij, në mënyrë që të zhvillojë kapacitetet e veta teknologjike.



## SEKSIONI V: GARANCITË NDËRKOMBËTARE

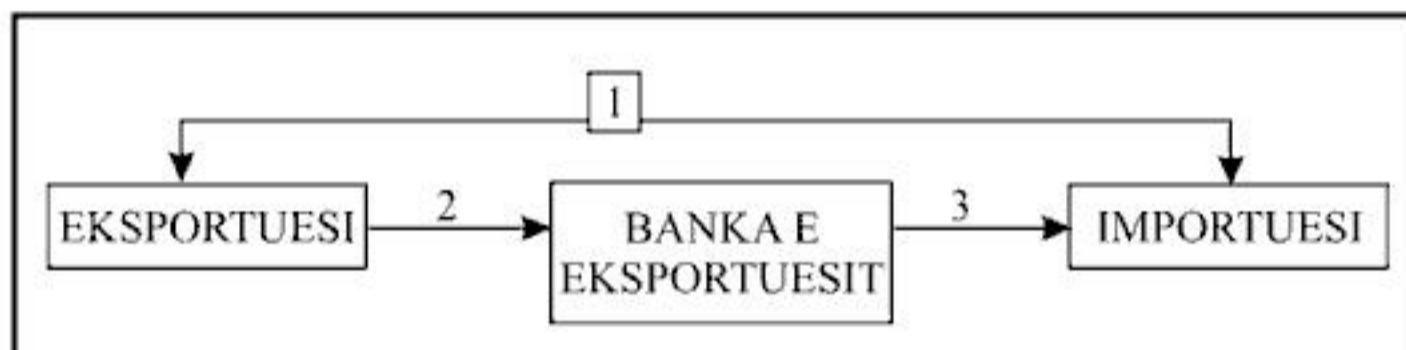
Kontrata që lidhet ndërmjet shitësit dhe blerësit përcakton detyrimet e secilit partner: njëri duhet të furnizojë një mall ose shërbim, tjetri duhet ta paguajë. Për shkak të rreziqeve shoqëruese, për të cilat tashmë kemi folur, partnerët e tregtisë ndërkombëtare kanë nevojë për siguri plotësuese. Garancitë përbëjnë një prej përgjigjeve kundrejt kësaj nevoje.

Garancitë (zotimet e pakushtëzuara) dhe dorëzanitë (zotimet e kushtëzuara) janë zotime të marra përsipër nga bankat me urdhër dhe në llogari të klientit të tyre eksportues, në kornizën e një tregu të huaj, të cilat janë përfunduar ose që do të përfundohen, në dobi të një blerësi të huaj me qëllim që të mbulohen detyrimet e shitësit.

Me terminologjinë e sotme, “përfituesi” i garancisë është blerësi, “urdhërdhënësi” është shitësi, “garanti” është banka ose organizmi që e jep dorëzaninë.

Garancitë mund të jepen drejtpërdrejt nga banka e eksportuesit në dobi të përfituesit, ose mund të rijepen nga një ndërmjetës i një banke vendëse. Banka e huaj atëherë është një kundërgaranci nga ana e bankës së shitësit.

### VENDOSJA E NJË GARANCIE TË DREJTPËRDREJTË

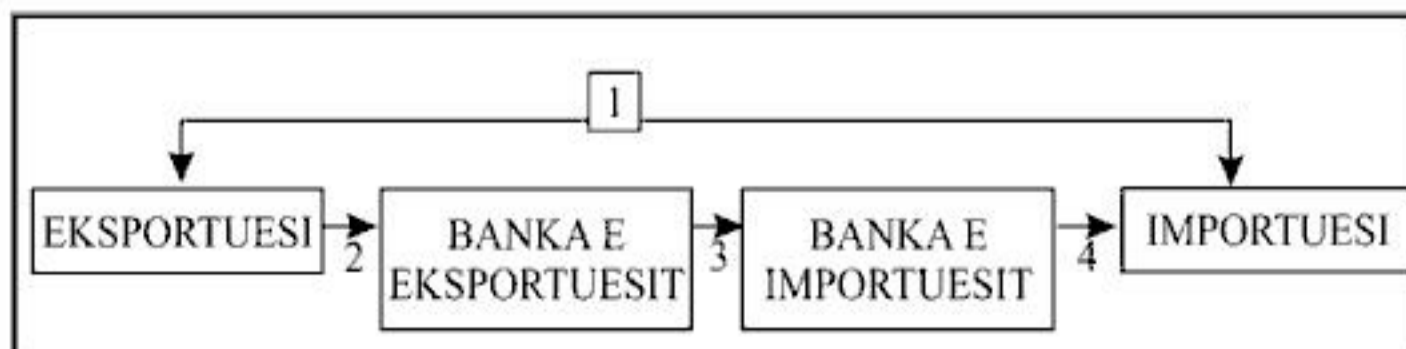


1. Nënshkrimi i kontratës tregtare, që parasheh ndërtimin e një garancie, teksti për të cilën ka dalë nga bashkëbisedimi.

2. Eksportuesi i kërkon bankës së vet të lëshojë një garanci.

3. Banka e eksportuesit lëshon garancinë në dobi të blerësit.

### VENDOSJA E NJË GARANCIE TË TËRTHORTË



1. Nënshkrimi i kontratës tregtare, që parasheh ndërtimin e një garancie.

2. Eksportuesi i kërkon bankës së vet të lëshojë një garanci.

3. Banka e eksportuesit i kërkon bankës së blerësit të lëshojë, kundrejt kundërgarancisë së saj, garancinë në dobi të importuesit.

## 4. Lëshimi i garancisë në dobi të blerësit.

Dorëzantë bankare mund të marrin forma të ndryshme:

- **garancia me kërkesën e parë**, e cila është një detyrim për të paguar thjesht me një kërkesë, pavarësisht nga çfarëdo kundërshtimi të urdhërdhënësit dhe pa pasur fuqinë që të sjellë përjashtime, të dala nga kontrata tregtare ose nga kushtet e saj. Ky tip zotimi, që po bëhet gjithnjë e më shumë i shpeshtë dhe në disa vende sistematik, është atëherë mjaft i rrezikshëm për urdhërdhënësin, i cili në çdo moment mund të shtërngohet prej përfituesit që të paguajë garancinë ose që ta shtyjë;

- **dorëzania solidare**, në të cilën detyrimi për të paguar bankën i nënshtrohet provës së ekzistencës së dëmit që ka pësuar përfituesi. Rrjedhimisht, furnizuesi mund t'u drejtohet gjithë arsytetimeve të dala prej kontratës tregtare në rast se vihet në veprim;

- **letra e kredisë stand by** (stand by letter of credit) është një kredi dokumentare, që përdoret si titull garancie. Ajo është e vlefshme deri në ekzekutimin e detyrimeve kontratore të furnizuesit dhe e pagueshme kundrejt një dëshmie të thjeshtë nga përfituesit, që të vërtetojë mungesat e ekzekutimit nga ana e shitësit.

Garancitë kryesore që mund të detyrohen bankat të japin, në rastin e tregjeve të eksportimit, janë këto më poshtë:

**a) Garancia e kërkesës së ofertës ose e tenderimit**  
 (“*bid bond*”, “*tender bond*”)

Garancia e kërkesës së ofertës ose e tenderit është zotimi për të paguar një dëmshpërblim, në qoftë se ndërmarrja pjesëmarrëse kundrejt thirrjes për ofertë, të shpallur për tender, nuk e ndjek propozimin e vet në momentin e kalimit të porosisë.

Blerësi kështu synon të mbrohet kundrejt kërkesave për ofertë pak serioze ose të përcaktuara keq. Madhësia përgjithësisht shkon nga 1 deri në 5% të madhësisë së paraqitur për ofertën.

**b) Garancia e rikthimit të parapagimit ose e rimbursimit të paradhënies**  
 (“*advance payment guarantee*” ose “*down payment guarantee*”)

Garancia e rikthimit të parapagimit ka si qëllim të sigurojë që paradhëniet e derdhura nga blerësit t'i rimbursohen, në rast se eksportuesi nuk do t'i përmbushë detyrimet e tij sipas kontratës. Madhësia varet prej paradhënies së paguar nga klienti për eksportuesin.

**c) Garancia e ekzekutimit të mirë ose e përfundimit të mirë**  
 (“*performance bond*”)

Garancia e ekzekutimit të mirë ose e përfundimit të mbarë garanton ekzekutimin e detyrimeve kontratore të shitësit që me nënshkrimin e kontratës. Përgjithësisht madhësia është e rendit nga 5 deri 10 % të vlerës së kontratës. Madhësia ndryshon sipas pagesave të kërkuara prej eksportuesit përpara livrimit.

**d) Garancia e çlirimit nga mbajtja e garancisë**  
 (“*retention money bond*”)

Garancia e çlirimit prej mbajtjes së garancisë i mundëson eksportuesit që të arkëtojë tërësinë e kreditimit të vet me livrimin e materialit, ose me marrjen e përkohshme (domethënë përpara mbarimit të periudhës së garancisë), gjithnjë duke e garantuar importuesin për rimbursimin në pajtimin e duhur me garancinë, në rast mosrealizimi të furnizimeve, të cilat janë objekti i kontratës, gjatë periudhës së garancisë.

**e) Garancia e zbulimit lokal**  
 (“*guarantee for overdraft facilities*”)

Garancia e zbulimit lokal është një zotim për t'i rimbursuar bankierit lokal paradhëniet e kapitalit të disponueshëm, të cilat ai i ka pranuar për financimin e shpenzimeve lokale.

## PJESA 5

### SFIDAT DHE RREZIQET E REJA PËR FINANCËN E NDËRMARRJES

Globalizimi ka sjellë shtrëngesa të reja të mëdha për ndërmarrjet dhe për drejtuesit e tyre:

- një shtrëngesë të konkurrencës: tashmë gara bëhet në shkallë botërore.
- një shtrëngesë të rentabilitetit: lëvizshmëria e kapitaleve shtron detyrime, aksionerët u imponojnë ndërmarrjeve që të arrijnë një nivel të mjaftueshëm të rentabilitetit.

Për financën dhe menaxhimin këto shtrëngesa janë burim i rreziqeve dhe i sfidave të reja. Në një ekonomi brenda konkurrencës ndërkombëtare, njohja e përpiktë e kostove dhe e evoluimit të tyre, aftësia për t'i simuluar dhe për t'i krahasuar me ato të konkurrentëve të sotëm e të mundshëm në të ardhmen është një kartë e rëndësishme në dorë, të cilën mjetet tradicionale të menaxhimit nuk janë më në gjendje ta sigurojnë gjithnjë. Prej këndeje shtrohet pyetja, si të përmirësohet ecuria e ndërmarrjes, si të bëhen zgjedhjet strategjike të përshtatshme, nëse kostot dhe pozita kundrejt konkurrentëve nuk njihen me përpikërinë e mjaftueshme?

Meqë tashmë kapitalet janë të lëvizshme, aksionerët kërkojnë një rentabilitet të mjaftueshëm. Në rast të kundërt të godet tregu: investuesit do të drejtohen te investime të tjera, të cilat nga pikëpamja e po të njëjtave rreziqe atyre do t'u sillnin rentabilitet më të lartë. Krijimi i vlerës ekonomike kështu është bërë shqetësimi më i madh i pjesës dërrmuese të drejtuesve.

Skandalet financiare që kanë ndodhur prej falimentimit të Enronit në Shtetet e Bashkuara, si dhe në Europë, e kanë ringjallur diskutimin për drejtimin e ndërmarrjes.

Plani i kësaj pjese 5 është si më poshtë:

Kreu 15	: Menaxhimi i kostove dhe ecuria.
Kreu 16	: Krijimi i vlerës.
Kreu 17	: Qeverisja e ndërmarrjes.





## KREU 15

### MENAXHIMI I KOSTOVE DHE ECURIA

Globalizimi është burim rreziqesh dhe pasigurish, që janë shtuar për ndërmarrjet. Fitimet e pritura nga investimet janë bërë qartazi më të pasigurta, kurse gabimet në vendimet janë bërë me më shumë pasoja rënduese.

Për t'i ndihmuar në përsiatjet dhe në zgjedhjet strategjike që bëjnë, drejtuesit me të drejtë kërkojnë një informacion më të përpiktë për realitetin e kostove dhe për ecuritë, si në ndërmarrjet e tyre, ashtu edhe për konkurrentët aktualë e madje për ata potencialë, gjëra të cilat kontabiliteti i menaxhimit tradicional jo gjithmonë mund t'ua japë.

Në një kontekst të tillë, fusha e analizës nga ana e financierëve dhe e menaxherëve nuk mund të kufizohet më me horizontin e ushtrimit kontabël, por duhet të shtrihet për një afat më të gjatë. Gjithashtu ata nuk mundet më të kufizohen thjesht me konstatimin e kostove, por duhet edhe të kuptojnë dinamikën e mjetet për ta përmirësuar ecurinë. Së fundi, mund të shtrohet pyetja, a mundet gjendja reale e një ndërmarrjeje të rrokët në mënyrë të vlefshme në tërësinë e saj vetëm e vetëm me anë të treguesve financiarë.

Pas shqyrtimit të mjeteve tradicionale të menaxhimit dhe të mangësive të tyre, kreu i mëposhtëm do të paraqesë zhvillimet e kohëve të fundit në fushën e menaxhimit të kostove dhe të ecurisë. Së fundi, meqë treguesit financiarë nuk mjaftojnë gjithmonë për të kuptuar ecurinë e ndërmarrjes në tërësinë e saj, është përpunuar një sintezë e treguesve financiarë dhe operacionale, që përbën objektin e seksionit të fundit.

Plani i kreut është si më poshtë:

Seksioni I	: Metodat tradicionale të analizës së kostove dhe kufizimet e tyre.
Seksioni II	: Qasjet e reja të menaxhimit të kostove dhe ecuria e tyre.
Seksioni III	: Tabloja e bordit të ekuilibruar.





# SEKSIONI I: METODAT TRADICIONALE TË ANALIZËS SË KOSTOVE DHE KUFIZIMET E TYRE

Njohja e saktë e kostove është kusht paraprak i domosdoshëm për vendimmarrjen në ndërmarrje. Kontabiliteti i përgjithshëm jep hollësitë e barrëve sipas natyrës, por nuk na mëson se cilat janë shkaqet e barrëve, as për produktet, shërbimet ose funksionet me të cilat lidhen këto barrë.

Objektivat kryesorë të kontabilitetit analitik janë njohja e kostove të produkteve dhe të kuptuarit sesi është formuar rezultati. Kontabiliteti i përgjithshëm dhe kontabiliteti analitik janë të lidhur dhe plotësojnë njëri-tjetrin: kështu, kontabiliteti analitik vlerëson stoqet dhe ato në proces, një informacion ky i domosdoshëm për kontabilitetin e përgjithshëm që të përcaktohet rezultati periodik dhe të përgatiten situacionet financiare; po ashtu rezultati i kontabilitetit të përgjithshëm mund të zërthehet në disa rezultate të ndryshme analitike sipas produkteve, funksionit, klientëve etj....

Qysh nga fillimi i viteve 80, metodat tradicionale të analizës së kostove kanë qenë objekt i kritikave dhe janë vënë thellë në pikëpyetje. Kjo ka sjellë që të bëhet pyetja lidhur me rolin dhe me vendin e kontrollit të menaxhimit në një ekonomi konkurrence.

Së fundi, gjatë fazave të ndryshme të jetës së një produkti evoluojnë në mënyrë të ndryshme kërkesat financiare dhe menaxhimi. Për këtë arsye, a është e mundur të konceptohet përdorimi i të njëjtëve tregues, i të njëjtave mjete të analizës dhe të kontrollit gjatë gjithë ciklit të jetës së produktit?

## I. METODAT TRADICIONALE TË ANALIZËS SË KOSTOVE

Metodat themelore janë: kostot e plota, metoda e kostos së ndryshueshme, metoda e kostove të paracaktuara.

### I.1. METODA E KOSTOVE TË PLOTA DHE RINDARJA E BARRËVE

Metoda e kostove të plota do të thotë të përcaktohen barrët, pastaj të zërthehen në nivelin e produkteve, të shërbimeve ose edhe të porosive. Ana thelbësore e barrëve vjen nga kontabiliteti i ndërmarrjeve; dallime megjithatë mund të ketë për shkak të disa ritrajtimeve.

Vështirësia më e madhe është të zgjedhja e rregullit të regjistrimit të barrëve kundrejt produkteve. Kjo zgjedhje asnjëherë nuk është tërësisht asnjëherë në atë shkallë që zgjedhja e metodës kurdoherë të pasqyrojë njëfarë modelizimi të ndërmarrjes.

Tradicionalisht dallohen 2 kategori barrësh:

- **Barrët e drejtpërdrejta**, të veçanta për produkte të paracaktuara dhe që regjistrohen drejtpërdrejt në produkte pa kaluar paraprakisht nëpërmjet

njehsimeve të ndërmjetme. Të tilla janë, për shembull, barrët e krahut të punës drejtpërdrejt, të blerjes së lëndëve etj.

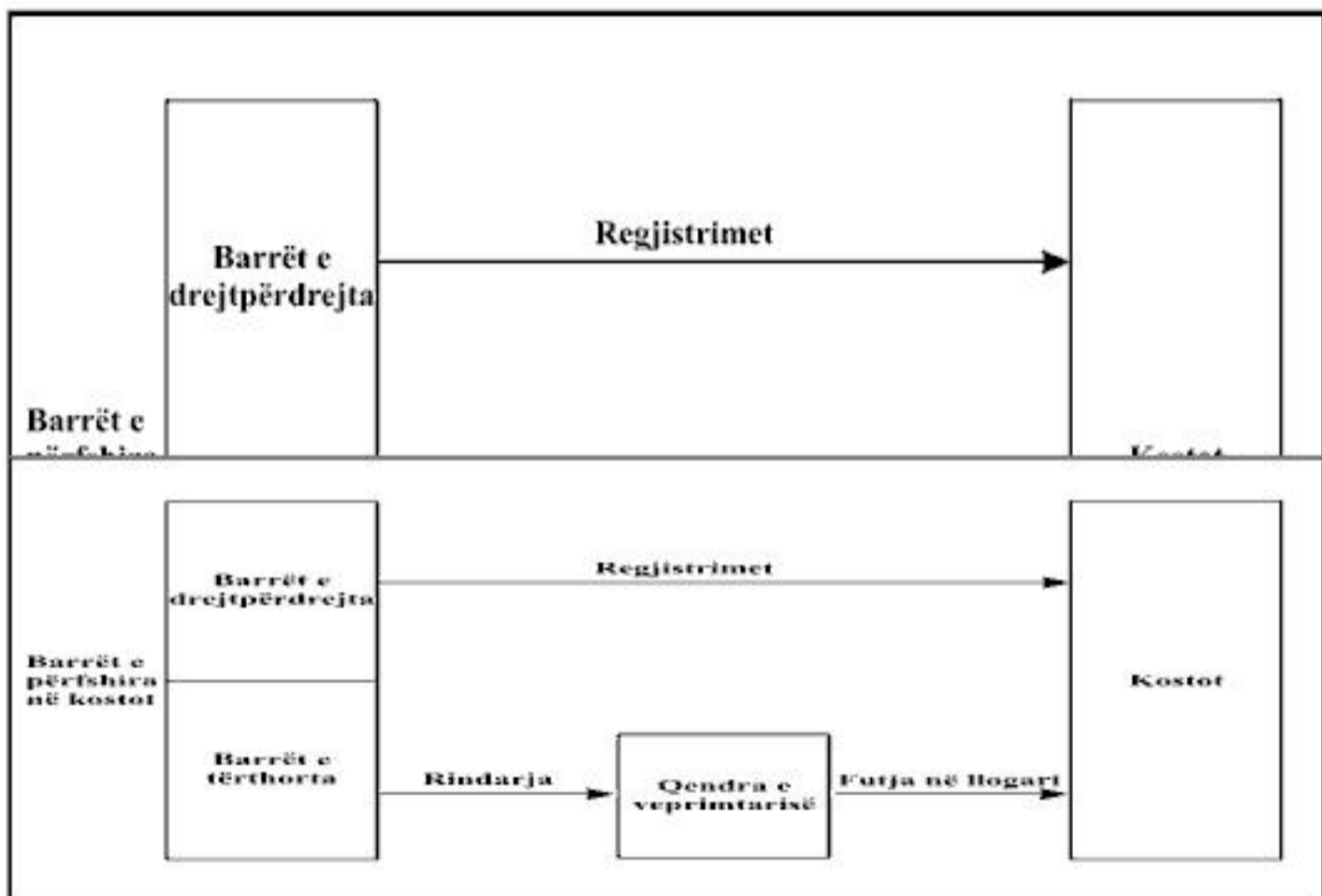
- **Barrët e tërthorta**, të cilat nuk mund të lidhen drejtpërdrejt me një produkt dhe që në fillim vendosen në qendër të analizës. Kjo kategori përmblodh, për shembull, shpenzimet e përgjithshme, veprimtaritë mbështetëse etj.

Pasi barrët e drejtpërdrejta të regjistruara lidhur me produktet ose me shërbimet dhe barrët e tërthorta grupohen në qendër të analizës, vjen etapa e dytë, e cila është shumë më delikate, që do të thotë të futen në llogari barrët e tërthorta te produktet ose te shërbimet. Mjaft shpesh bëhet e detyrueshme një ndarje e parë ndërmjet qendrave të analizës, sepse përgjithësisht disa qendra (të quajtura “ndihmëse”) na japin paraqitje të palidhura drejtpërdrejt me produktet, por në fillim me seksione të tjera (të quajtura “qendra kryesore”).

Futja në llogari e barrëve të drejtpërdrejta, që tashmë janë grumbulluar në qendrat kryesore, sigurohet me anë të “njësive të punës”. Njësitë e punës duhet të përfaqësojnë ligjin ekonomik të kostove, domethënë korrelacionin më të mirë të mundshëm ndërmjet barrës dhe produktit. Atëherë barrët e tërthorta futen në llogari te produktet, në korrespondencë me njësitë e punës.

Njësitë e punës janë në qendër të metodës së kostove të plota, por ato janë gjithashtu ana kryesore e saj më dobët. Kurdoherë ka një farë pjese arbitrare dhe rastësish në zgjedhjen e njësive të punës, që shpesh rrëgjohen në krahun e drejtpërdrejtë të punës ose në kohën e makinës. Ndikimi i tërthortë sigurisht që pranohet, në rast se pjesa e barrëve të tërthorta është e paktë kundrejt barrëve të drejtpërdrejta, por nuk mund të jetë nëse ndodhemi përballë rastit të kundërt. Tashmë është pranuar që në sistemet e prodhimit modern pjesa e barrëve të tërthorta po bëhet gjithnjë e më shumë e rëndësishme.

#### PËRFSHIRJA E BARRËVE NË KOSTON E PRODUKTEVE



Burimi: Këshilli Kombëtar i Kontabilitetit.

#### 1.2. METODA E KOSTOS SË NDRYSHUESHME (DIRECT COSTING)

Metoda e kostos së ndryshueshme do të thotë të futen në llogari te produktet vetëm barrët e ndryshueshme, pavarësisht nga natyra e tyre të drejtpërdrejta ose të tërthorta.

Nga kjo pikëpamje, termi për metodën e kostos së ndryshueshme është më i përshtatshëm sesa togu “direct costing”, sepse analiza nuk kufizohet ve-

tëm me kostot e drejtpërdrejta. Veç kësaj, në Shtetet e Bashkuara termi “variable costing” pak nga pak po e zëvendëson atë “direct costing”.

Kështu, për secilin prodhim përcaktohet një marzh mbi koston e ndryshueshme, të barabartë me:

$$\text{Marzhi për koston e ndryshueshme} = \text{shifra e xhiros} - \text{kostoja e ndryshueshme}$$

Tërësia e marzheve të nxjerra për tërësinë e produkteve duhet të mbulojë kostot e strukturës dhe të mundësojë që të nxirret një tepricë.

Në praktikë metoda e koston së ndryshueshme ka mbetur me përdorim mjaft të kufizuar. Dallimi ndërmjet nocioneve të koston së ndryshueshme dhe koston së fiksuar është shumë më pak i dukshëm, sesa mendohet në shikimin e parë: ndër të tjera, ai varet nga horizonti i kohës në të cilin vendoset, si dhe nga niveli i veprimtarisë. Për më tepër, kostot e fiksuara dhe kostot e ndryshueshme jo kurdoherë janë përsosurisht të pavarura.

E vetmja ndryshore e këtij modeli është vëllimi, një mënyrë vështrimi tejet kufizuese, që në të vërtetë nuk i përgjigjet realitetit ekonomik aktual. Kostoja e ndryshueshme mbetet e rezervuar kryesisht për njehsimet në marzh ose në optimizimin e përbërjes së shitjeve.

### 1.3. METODA E KOSTOVE TË PARACAKTUARA (KOSTOT STANDARDE)

Metoda e kostove të paracaktuara (ose “kostot standarde”) do të thotë të përcaktohen që më parë kostot e referimit ose standardet, pastaj të krahasohen me kostot reale, me qëllim që të nxirren shmangiet dhe këto të analizohen. Analiza e shmangieve na çon te propozimi i veprimeve korrigjuese.

Shmangia zërthehet në një shmangie për barrët e drejtpërdrejta dhe një shmangie tjetër për barrët e tërthorta.

Shmangia për barrët e drejtpërdrejta (blerjet, krahu i punës) zërthehet në 2 nënshmangie:

- një shmangie për çmimin,
- një shmangie për sasinë.

Shmangia për barrët e tërthorta zërthehet në 3 nënshmangie:

- një shmangie për koston ose shmangia për shpenzimet,
- një shmangie për veprimtarinë,
- një shmangie për rendimentin.

Disa kritikë vënë në dukje, se parimet mekanike të kostove të parave-ndosura i përgjigjen një vështrimi tejlorian për ndërmarrjen, të shtrirë për kushtet bashkëkohëse të prodhimit. Megjithatë, nëse standardet do të ishin të vendosura drejt, ato do t’u jepnin përgjegjësve një mjet të mirë për krahasimin me kostot reale.

## 2. PIKËPYETJET PËR METODAT TRADICIONALE TË NJEHSIMIT TË KOSTOVE

Metodat tradicionale të analizës së kostove qysh prej disa vjetësh janë vënë mjaft gjerësisht në pikëpyetje, sidomos nën shtysën e autorëve amerikanë. Këto kritika mund të përmbliohen në dy kategori: kritika të rendit teknik dhe pikëpyetje për rolin e vendin e kontrollit të menaxhimit në gjirin e ndërmarrjes.



## 2.1. KRITIKAT TEKNIKE

Kritikat teknike drejtohen kryesisht ndaj marrëdhënieve ndërmjet kontabilitetit të përgjithshëm dhe kontabilitetit analitik, si dhe lidhur me regjistrimin e barrëve të tërthorta.

a) kontabiliteti i përgjithshëm, i cili gjithnjë e më shumë po quhet kontabiliteti financiar, i përgjigjet nevojës për informacionin e jashtëm, ndërsa kontabiliteti analitik ose kontabiliteti i menaxhimit i përgjigjet nevojës së informacionit të brendshëm.

Plani Kontabël i Përgjithshëm e ka lidhur kontabilitetin analitik me kontabilitetin e përgjithshëm me qëllim që të formohet një tërësi koherente, e cila të kënaqte nevojat e informacionit të jashtëm dhe të brendshëm. Disa autorë shtrojnë pyetjen sesa është e mirëmbështetur një qasje e tillë: a nuk u përgjigjen dy paraqitjeve të ndryshme, për më tepër të papajtueshme, këto nevoja të brendshme e të jashtme? Dhe në rast se ndodh kështu, atëherë ka rrezik që të bëhet në kurriz të sistemit të informacionit të brendshëm, dhe rrjedhimisht, të cilësisë së informacionit të siguar për vendimmarrësit. Qasja juridike-kontable e kontabilitetit të përgjithshëm nuk u shkon për shtat nevojave të vendimmarrësve për kërkimin e informacioneve më ekonomike dhe më operacionale.

Për më tepër horizonti kohor i kontabilitetit financiar është viti, ndërsa për kontabilitetin e menaxhimit dalin si më të përshtatshme kohëzgjatja e jetës së produkteve, horizonti strategjik, ose edhe kohëzgjatja e ekzekutimit për kontratat afatgjata.

b) grupin e dytë të kritikave tashmë e kemi përmendur. Lidhur me kostot e plota, ai ka të bëjë me mekanizmin e futjes në llogari të barrëve të tërthorta nëpërmjet konvencioneve të përafërta dhe të cilat gjithnjë e më shumë po bëhen më të larguara nga realiteti ekonomik industrial modern. Duhet të pranohet se çelësat teknikë të rindarjes shumë shpesh kufizohen me krahun e drejtpërdrejtë të punës ose me kohën e makinës, të cilat janë kritere që gjithnjë e më shumë dalin më të papërshtatshme për proceset prodhuese të sotme.

Në të njëjtën kohë, po shtohet pjesa e barrëve të tërthorta që duhen regjistruar. Po ta përmbledhim, ndeshemi me një pjesë në rritje të barrëve nëpërmjet konvencioneve që gjithnjë e më tepër janë të shkëputura nga realiteti ekonomik.

Një pikë tjetër me rëndësi që duhet vënë në dukje është se barrët e tërthorta përbëhen prej barrësh të ndryshueshme dhe prej barrësh të fiksuara, të cilat regjistrohen njësoj pa ndonjë dallim të kostot e prodhimit nëpërmjet po atyre njësive të punës. Mirëpo barrët e ndryshueshme dhe barrët e fiksuara nuk u nënshtrohen po atyre ligjeve ekonomike dhe në kohë nuk evoluojnë sipas të njëjtave ligje.

Së fundi, këto metoda nuk na japin me të vërtetë të dhëna për preardhjen dhe shkaqet e barrëve, si dhe për ndryshimin e tyre. Si përfundim, kjo metodë nuk na jep ndihmën e nevojshme për një kontroll real, të frytshëm dhe të përpiktë për kostot që i imponon mjedisi i ri i konkurrencës.

## 2.2. ROLI DHE VENDI I KONTROLLIT TË MENAXHIMIT NË NJË

### EKONOMI KONKURRENCE

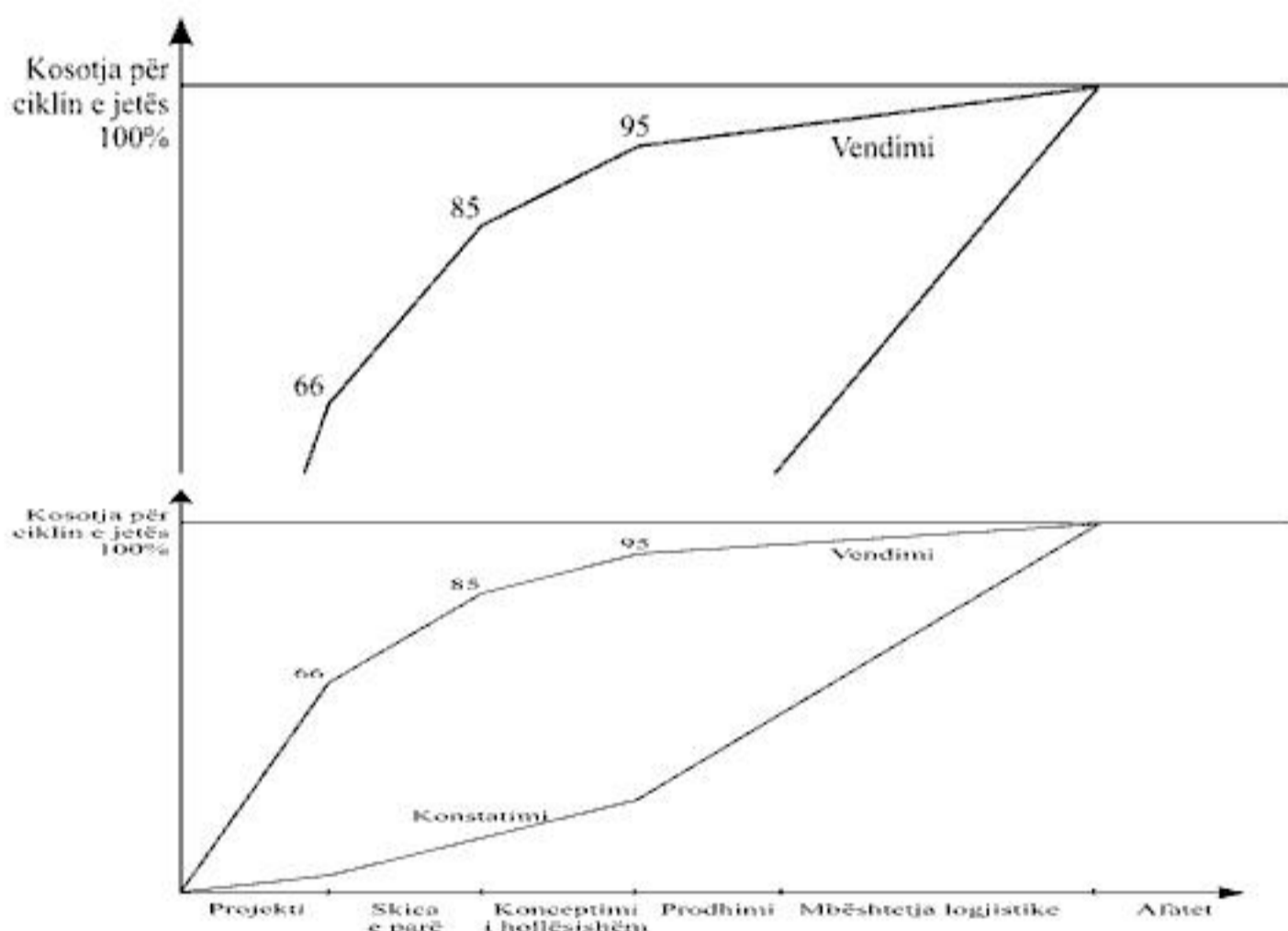
Meriton të shtrohet çështja e rolit të kontabilitetit të menaxhimit dhe vendi i kontrollit të menaxhimit në kuadrin e mjedisit të ri të konkurrencës. Synimi përfundimtar i kontrollit të menaxhimit nuk mund të kufizohet me njehsimin e kostove të produkteve. Mbi të gjitha ai duhet t'i shërbejë qeverisjes së kostove, të përmirësohen treguesit e ndërmarrjes dhe të pilotohet strategjia. Për të qeverisur kostot nuk mjafton që ato të njehsohen me përpikëri, nëpërmjet mënyrave të vendosjes së përshtatshme të barrëve kundrejt produkteve, por duhet edhe që të kuptohen logjika dhe ligjet e sjelljes së tyre.

Një shembull na e jep dështimi i programeve të uljes së shpenzimeve dhe të ristrukturimit. Për shkak se mungon të kuptuarit e mirë të logjikës së kostove, programet e uljes së kostove nganjëherë mund të shndërrohen në mbikosto

të lidhura me çorganizimin, me humbjen e motivimit të ekipet, me rënien e arritjeve, të cilat përfundojnë duke ndikuar mbi vetë veprimtarinë dhe të shitjet deri në atë pikë, sa rezultati në fund të fundit të dalë edhe më i përkeqësuar. Atëherë ndërmarrja hyn në një spirale të planeve të ristrukturimit.

Përtej njohjes së përpiktë të kostove duhet shtruar pyetja gjithashtu edhe për mundësitë e veprimit mbi këto kosto. Sipas një studimi amerikan, që u referohet, ka dalë në dukje se në sektorët industrialë të përparuar, me vonesa të gjata për të vënë në jetë prodhimet e reja: 80 % deri në 90 % të kostove totale ngurtësohen në fund të zhvillimit, ndërsa shpenzimet realisht të vëna re atëherë dalin jo më shumë sesa 10 deri 20 %. Në fazën e prodhimit, kontabiliteti do të vërë në dukje 80 deri në 90 % të shpenzimeve, por në këtë fazë marzhi i veprimit mbi kostot kufizohet vetëm me 10 ose 20 %. Kjo do të thotë se është krejt në vijën ngjithëse të procesit, duke filluar nga zyrat e studimit, që duhet të fillohet me qeverisjen e kostove, kurse në nivelin e fabrikimit marzhi i veprimit bëhet fare anësor. Ky konstatim ka rëndësi nga pikëpamja e organizimit.

Kështu, kontrolli i menaxhimit interesohet përgjithësisht për shpenzimet në momentin, kur ato vihen re, ndërsa thelbësore është që të veprojë për vendimin, i cili e shkakton shpenzimin, veprim i cili e ka vendin në drejtimin lart.

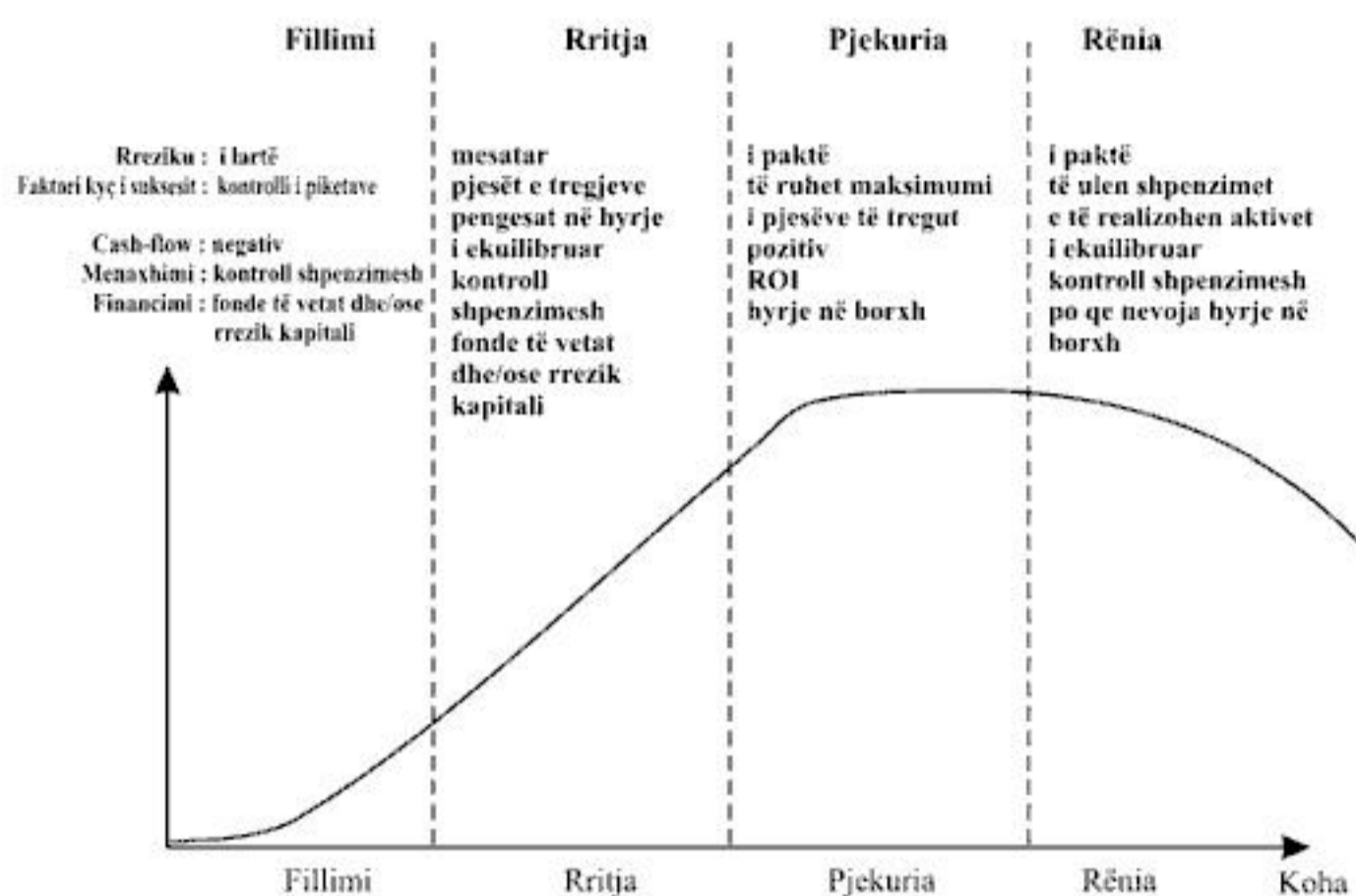




### 3. MENAXHIMI FINANCIAR DHE CIKLI I JETËS SË PRODUKTIT

Kërkesat e domosdoshme financiare dhe menaxhimi evoluojnë gjatë rrjedhës së ciklit të jetës së produktit. Tradicionalisht, cikli zbërthehet në katër faza të njëpasnjëshme: fillimi, rritja, pjekuria dhe rënia.

#### CIKLI I JETËS SË PRODUKTIT



Gjatë këtyre katër fazave ndryshojnë ndjeshëm rentabiliteti, kapitali i disponueshëm, politika financiare dhe rreziqet. Atëherë a mund të mbeten të njëjta masa e ecurisë me arritje, mjetet e kontrollit, mënyrat e financimit gjatë gjithë jetës së produkteve? Për shkak të mangësive, duhet që për secilën fazë të përpunohet një analizë, e cila të arrijë të nxjerrë shkaktarët e rrezikut dhe të suksesit, treguesit që e vlen të parapëlqehen për ndjekjen dhe kontrollin, burimet e financimit dhe politikat e shpërndarjes që duhen zbatuar.

#### a) Fillimi

Fillimi është faza e Kërkimit dhe e Zhvillimit, madje më e rrezikuara. Vendimi për të hedhur në treg një produkt të ri zakonisht merret duke u mbështetur te cashflow i aktualizuar i projektit. Në këtë etapë rastësitë lidhur me të hyrat dhe të dalat janë në shkallën më të lartë.

Faktorët kyç të suksesit janë kontrolli i shpenzimeve që bëhen dhe respektimi i “piketave”, domethënë i etapave të zhvillimit të produktit. Një faktor vendimtar për suksesin është bërë vonesa e hedhjes së një produkti në treg ose “time to market”: i pari që e hedh një produkt të ri në treg përgjithësisht është ai që do të ketë edhe rentabilitetin më të mirë. Kështu nganjëherë mund të dalë më e parapëlqyeshme që ta kapërcesh buxhetin për K e Zh, sesa të ecësh me vonesa në përpunimin dhe hedhjen në treg të produktit.

Gjatë kësaj faze cash flow është negativ: shpenzimet janë të mëdha, nuk ka ose janë të pakta të hyrat. Duke mbajtur parasysh rrezikun shoqëruar të brendshëm, nuk mund të sigurohet financimi me anë të hyrjes në borxh. Në varësi nga fakti, nëse një ndërmarrje është krijuar posaçërisht për këtë synim, apo nëse produkti do të përpunohet brenda gjirit të një ndërmarrjeje tashmë ekzistuese, financimi do të sigurohet nga rreziku i kapitalit ose me fondet e veta. Në rastin kur ndërmarrja krijohet me qëllim posaçërisht, ajo nuk do të shpërndajë dividende: në këtë etapë investuesit kërkojnë vlerësimin e titujve të tyre dhe jo shpërndarjen.



**b) Rritja**

Pasi produkti është përpunuar, rreziku shkon në rënie. Megjithatë faktori kohë mbetet kurdoherë vendimtar. Faktorët kyç të suksesit janë zënia sa më shpejt të jetë e mundur e pjesëve të tregut dhe krijimi i pengesave për hyrjen aty të konkurrentëve (marrja e patentës, fitimi i mirëbesimit të klientëve, kontrolli i rrjeteve të shpërndarjes etj....).

Shpenzimet e marketingut e kushtëzojnë në shkallë të madhe suksesin e atypëratyshëm dhe për të ardhmen. Tërësia e këtyre shpenzimeve bëhen për afat të gjatë, rrjedhimisht ato duhet të kontrollohen nëpërmjet masave afatgjata, ashtu si dhe cash flow të aktualizuara.

Zakonisht cash flow është i baraspeshuar për shkak të arkëtimeve nga shitjet.

Financimi kurdoherë do të parapëlqehet që t'u besohet investuesve me rrezik kapitali. Në rast se shpërndahet, dividendi do të jetë minimal.

**c) Pjekuria**

Shpenzimet për K e Zh dhe marketingu zakonisht mundësojnë që të krijohet një përparësi afatgjatë kundrejt konkurrentëve. Kjo është faza e kthimit të investimi; këtu kriteri e tregon gjithë rolin e vet.

Rreziku tashmë ka rënë. Faktori kyç i suksesit është që të ruhet pjesa e tregut me koston më të ulët. Në fazën e pjekurisë gabimi do të ishte që fitimi i nxjerrë prej produktit të riinvestohej, ndërsa e mira është që thjesht të mbahet.

Cash flow tashmë është pozitive: hyrjet janë më të larta se daljet, borxhi e mbulon nevojën e financimit. Ndërmarrja është në gjendje të sigurojë shpërndarjen e një dividendi të lartë.

**d) Rënia**

Gjatë kësaj faze ndërmarrja e menaxhon rënien e tregut dhe të pjesës së vet në treg me qëllim që të ngrerë në maksimum vlerën e nxjerrë prej kohëzgjatjes së jetës së produktit. Për disa produkte, faza e rënies mund të jetë mjaft e gjatë dhe njëkohësisht shumë rentable.

Çelësat e suksesit tashmë janë zvogëlimi në minimum i kostove dhe realizimi i aktiveve. Duhet të jetë i frytshëm kontrolli i kostove.

Shpenzimet pakësohen, por po ashtu bien të hyrat. Cash flow zakonisht është pozitive. Ndërmarrja shpërndan një dividend të lartë.



# SEKSIONI II: QASJET E REJA TË MENAXHIMIT TË KOSTOVE DHE ECURISË SË TYRE

Gjatë këtij seksioni do të shqyrtojmë së pari ndihmesën e kontabilitetit të menaxhimit strategjik dhe më pas metodën A.B.C.

## I. KONTABILITETI I MENAXHIMIT STRATEGJIK

Objektivi i strategjive në kushte konkurrence është që të përpunojnë një përparësi konkurruese jetëgjatë dhe madje të përftohet vlerë për ndërmarrjen. Përparësia konkurruese duhet të jetë jetëgjatë, mirëpo ajo nuk arrihet asnjëherë përfundimisht. Ndërmarrja duhet të punojë pareshtur për ta ruajtur përparësinë e vet konkurruese ose për të zhvilluar të tjera.

Në mënyrë ideale, sistemi i drejtimit duhet të japë informacionet e nevojshme për të bërë analizën dhe për të ndjekur përparësinë konkurruese: a vazhdon të ruhet përparësia, edhe sa kohë do të vazhdojë, si del pozita në konkurrencë? A përligjen shpenzimet për ta zhvilluar një tjetër dhe pastaj për ta mbajtur? Me fjalë të tjera, hyrjet plotësuese pas mbulimit të shpenzimeve a e mundësojnë që të arrihet një nivel i ri i fitimit të pritur?

Koncepti i kontabilitetit të menaxhimit strategjik është shfaqur në fillim të viteve 1980,<sup>1</sup> por u përpunua kryesisht aty nga fundi i dhjetëvjeçarit e sidomos nën ndikimin e SHANK dhe GOVINDARAJAN.<sup>2</sup> Përkufizimet e dhëna nga autorët e ndryshëm kanë të gjitha të përbashkët ngulmimin jo vetëm te analiza e informacionit të ndërmarrjes, por edhe te mjedisi i saj i jashtëm, me qëllim që të zhvillohet dhe të mbahet strategjia kundrejt konkurrencës. Ideja është që të ndërthuren informacionet financiare dhe analizat strategjike të brendshme e të jashtme, në mënyrë që të jepet një mjet për të ndihmuar vendimmarrjen. Kjo analizë i huazon disa prej koncepteve dhe mjeteve të analizës së strategjisë, në veçanti zinxhirin e vlerës dhe të pozitës konkurruese.

<sup>1</sup> SIMMONDS K. (1981) "Strategic Management Accounting". Management Accounting: prill, f. 26-29.

<sup>2</sup> SHANK J.K. et GOVINDARAJAN V. (1989) Strategic Cost Analysis: The evolution from managerial to Strategic Accounting. Irvin, Homewood, Illinois. SHANK J.K et GOVINDARAJAN V. (1993) Strategic Cost Management the new tool for competitive advantage. The Free Press.



### 1.1. ZINXHIRI I VLERËS

Sipas autorit M. PORTER,<sup>1</sup> ka dy tipa kryesorë strategjish për të ndërtuar një përparësi konkurruese jetëgjatë:

- strategjitë e kostos,
- strategjitë e diferencimit.

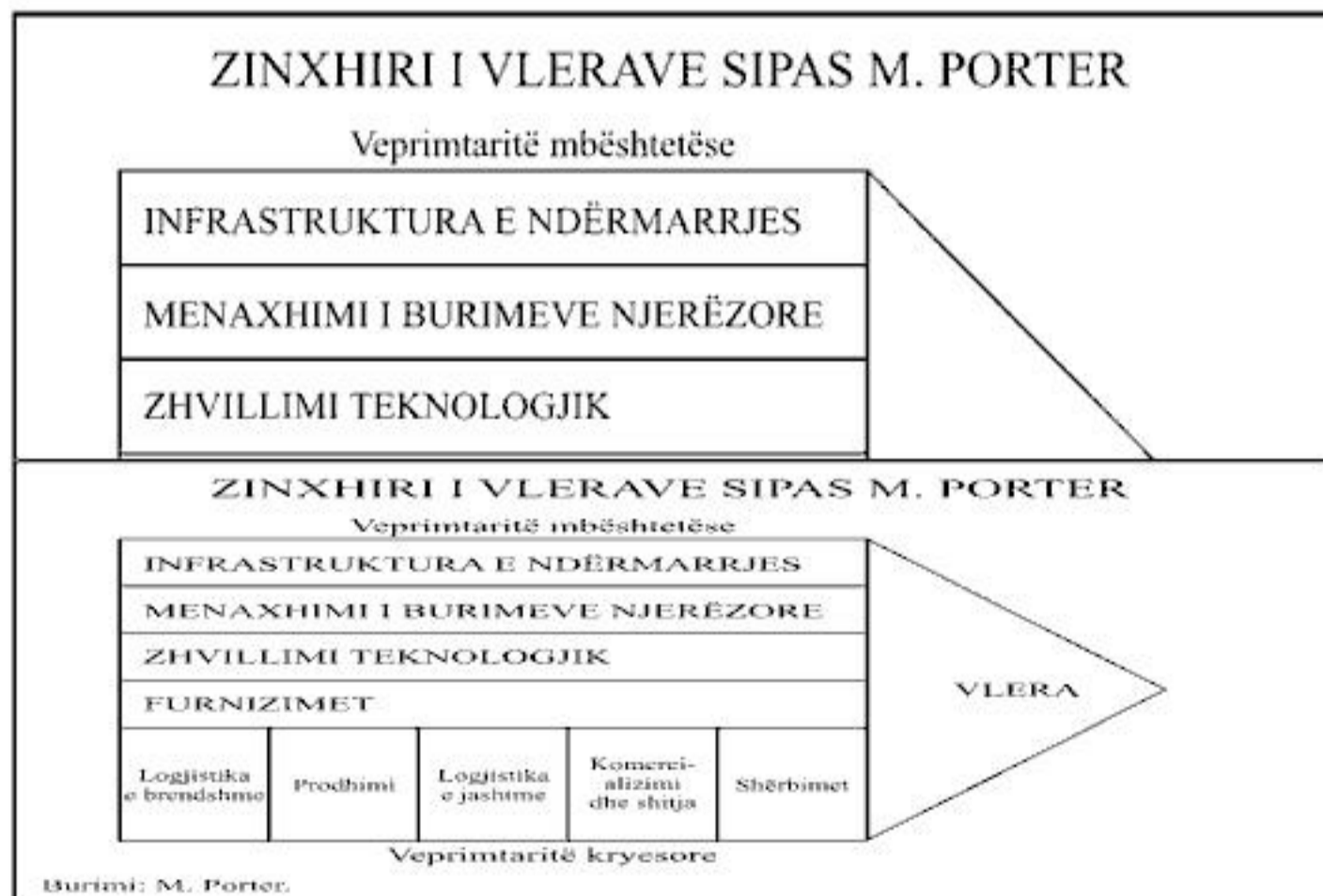
**Strategjitë e kostos** synojnë që të arrihen kosto më të ulëta krahasuar me ato të konkurrentëve, në mënyrë që të sigurohet pozita udhëheqëse lidhur me kostot. Ky rezultat mund të arrihet nëpërmjet ekonomisë së përmasave, të lakores së përvojës, të një kontrolli më të rreptë të kostove dhe me zvogëlimin e shpenzimeve të kërkimit, të zhvillimit, të marketingut, të administrimit...

**Strategjitë e diferencimit** synojnë të ndërtohet një anë e veçantë te oferta, të përmirësohen ecuritë e produktit me synimin që të rritet vlera për klientin. Ideja është që ky të jetë i prirur për të pranuar një mbishtesë të çmimit me kusht që ta vlerësojë më mirë produktin ose shërbimin; nga ana e saj ndërmarrja, nëpërmjet kësaj strategjie i shmanget një konkurrence ballore me konkurrentët e vet. Diferencimi mund të mbështetet, për shembull, te një markë e fortë, një shërbim më i mirë, një teknologji më e mirë.

Cilado qoftë strategjia konkurruese e ndjekur prej ndërmarrjes, ajo duhet ta dijë zinxhirin e vlerës së vet dhe të dijë të gjejë pozicionin kundrejt konkurrentëve kryesorë të saj. Në të vërtetë përparësia konkurruese matet në raport me konkurrencën.

Duke e përmbledhur, do të themi se një përparësi konkurruese jetëgjatë arrihet kur jemi në gjendje t'u ofrojmë klientëve qoftë një produkt më të lirë sesa konkurrenca, duke ulur kostot por pa e prekur ndjeshëm vlerën e produktit ose të shërbimit (strategjia e kostove), qoftë një produkt duke ofruar më shumë vlerë, e cila e përlligj rritjen e çmimit (strategjia e diferencimit).

Zinxhiri i vlerës, i paraqitur nga M. PORTER-i mundëson që të bëhet dallimi ndërmjet veprimtarive themelore dhe funksioneve mbështetëse.



Procesi i prodhimit zërthehet në një vijimësi etapash që nga lëndët e para të blera deri te konsumatori përfundimtar, analiza e të cilave mundëson që të kuptohen ligjet ekonomike të kostove dhe të përcaktohen burimet e diferencimit.

<sup>1</sup> POTER M. L'avantage concurrentiel, comment devancer ses concurrents et maintenir son avance. Paris, InterEditions, 1986.

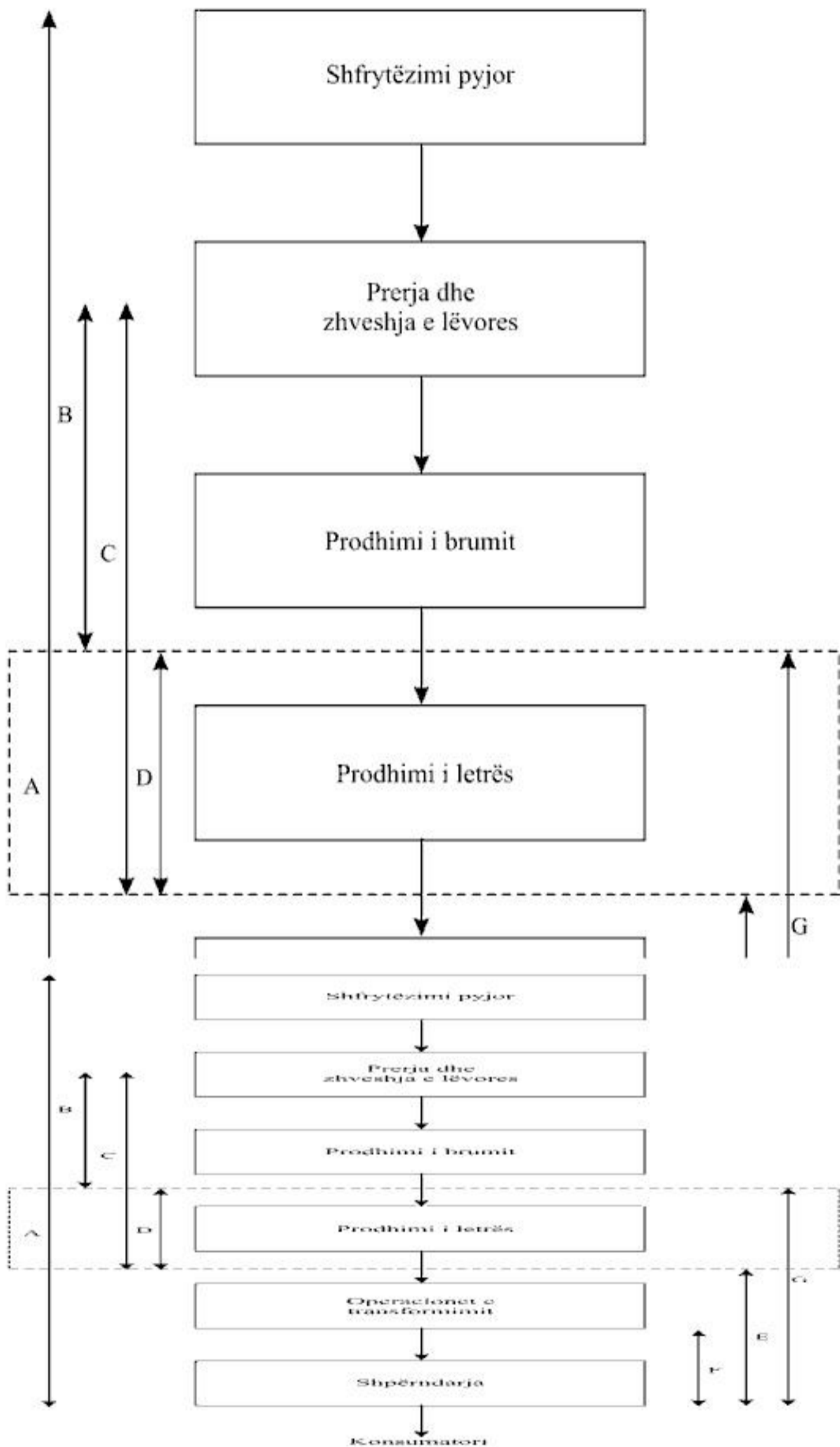
Secila ndërmarrje ka zinxhirin e vet të vlerës, madje edhe brenda po atij grupi industrish, sepse integrimi me drejtim nga lart dhe nga poshtë, si edhe diversifikimi horizontal kanë ndryshime. J. SHANK-u dhe V. GOVINDA-RAJAN-i na japin një shembull me rastin e një zinxhiri në industrinë e letrës, në të cilin merrnin pjesë 7 ndërmarrje.<sup>1</sup>

Secila hallkë e zinxhirit e bën objekt të analizës gjendjen e vet konkurruese, duke u marrë vesh se do të ishte iluzion të shpresohet që mund të ndërtohet një përparësi krahasimtare për secilën etapë të zinxhirit. Objektivi duhet të jetë që të zhvillohen përparësi konkurruese vendimtare aty, ku ndërmarrja zotëron një shkallë mjeshtërie më të lartë, një faktor ky vendimtar për suksesin, duke i kompensuar kështu pikat në të cilat ajo ka më pak arritje. Të gjithë këta faktorë kyç të suksesit nuk kanë të njëjtën baraspeshë dhe nuk perceptohen në mënyrë të njëjtë prej klientëve.

---

<sup>1</sup> SHANK J. et GOVINDARAJAN V. 1993, *vept. cit.*, f. 52.

## ZINXHIRI I LETRËS SIPAS J. SHANK E V. GOVINDARAJAN

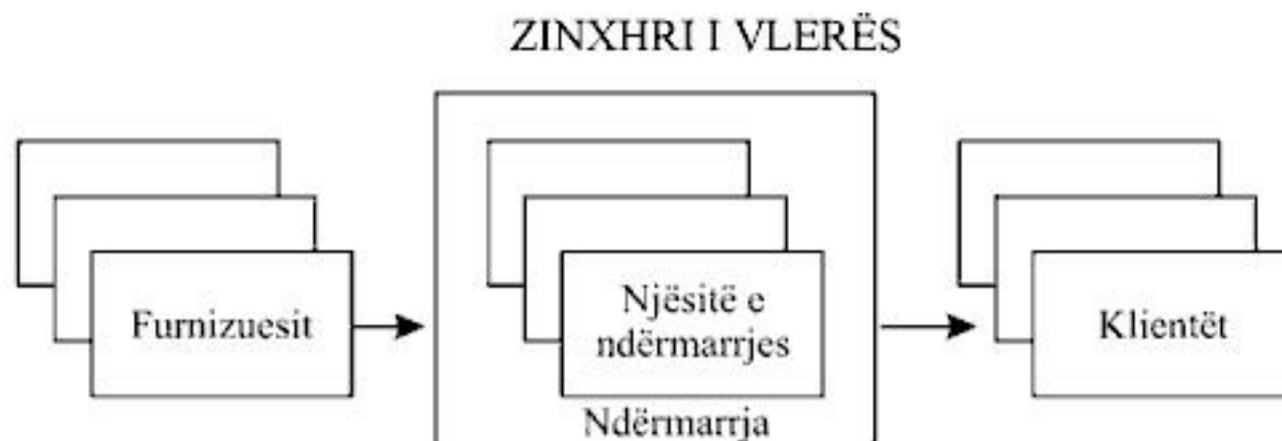


*Komente:* Zinxhiri i thjeshtuar i letrës i J. Shankut dhe i V. Govindarajanit bën që të ndërhyjnë 7 ndërmarrje A deri G. Sipas një strategjie të integrimi vertikal të tjerat, me përjashtim të D-së, kanë marrë opsionin për integrim të pjesshëm. Një kartografi e tillë mundëson që të shtrohen pyetje të tilla, si: në një tip të tillë industrie, a vjen përparësia konkurruese nga integrimi vertikal, apo nga aftësia për të qenë me sukses në disa etapa kritike etj.



Ata evoluojnë gjatë kohës nën veprimin e konkurrencës, të ndryshimeve të sjelljeve etj.

Zinxhiri i vlerës së një ndërmarrjeje integrohet në një sistem më të gjerë, i cili shkon nga zinxhiri i vlerës së furnizuesve të saj deri te ai i klientëve të saj.



Kështu kanë dalë në pah katër burime të përmirësimit:

- në drejtimin lart nga lidhja me furnizuesit,
- në drejtimin poshtë nga lidhja me klientët,
- në gjirin e zinxhirit të vlerës së po asaj njësie,
- ndërmjet zinxhirëve të vlerës së njësisve të ndryshme të po asaj ndërmarrjeje.

Etapa e parë e ndërtimit të zinxhirit të vlerës përbëhet nga përcaktimi brenda gjirit të ndërmarrjes i veprimtarive të ndryshme strategjike, të përcaktohet zinxhiri i vlerës dhe secilës veprimtari t'i caktohen kostot e saj, shifra e xhiros dhe e kapitaleve të ngurtësuara. Etapa e mëtejshme është analiza e hollësishme e kostove për secilën etapë. Duhet të përcaktohen burimet nga vijnë kostot, domethënë faktorët që shpjegojnë luhatjet e kostove dhe në masën e mundshme, të krahasohen me ato të konkurrentëve. Atëherë ndërmarrja do të jetë në gjendje të përgatisë një përparësi krahasimtare jetëgjatë qoftë nëpërmjet kontrollit më të mirë sesa konkurrentët të shkaktarëve të kostove, qoftë duke e rikonfiguruar zinxhirin e vet të vlerës.

Duhet ta pranojmë se ushtrimi nuk është aspak i lehtë. Megjithatë, në veprën tashmë të cituar të autorëve J. SHANK-ut dhe V. GOVINDARAJAN-it dëshmohet me shembuj mbështetës nga telekomunikimet dhe transporti ajror gjithë përfitimi që ndërmarrja mund të nxjerrë prej një analize të tillë.

## 1.2. POZITA KONKURRUESE

Të gjitha përpjekjet për të zhvilluar një përparësi synojnë drejt një objektivi të vetëm përfundimtar: të përmirësohet pozita përballë konkurrencës. Pozita konkurruese e një ndërmarrjeje është vendi që zë ajo kundrejt konkurrentëve të vet: tërësia e epërsive të saj, por edhe e anëve të veta të dobëta. Në të vërtetë në mjedisin e konkurrencës, optimizimi i ofertës mund të jetë vetëm relativ: përgjatë zinxhirit të vet të vlerës, ndërmarrja ka disa pika që i mbisundon dhe ku ka arritje të shkëlqyera, të cilat nuk i kanë konkurrentët e saj ose nuk i kanë të asaj shkalle, e që kështu përbëjnë faktorët kyç të suksesit. Por po ashtu ajo ka pika me më pak arritje, të cilat atëherë janë po aq faktorët kyç të rreziqeve.

M. PORTER-i ka treguar se pozita konkurruese e ndërmarrjes varet prej intensitetit dhe prej strukturës së konkurrencës, prej cenueshmërisë së ndërmarrjes në fushën e veprimtarisë së saj: kërcënimi i konkurrentëve të rinj ose i produkteve zëvendësuese, forca në bisedimet me furnizuesit dhe me klientët.

## 2. ACIVITY BASED COSTING

Një brez i ti teknikash për kontrollin e menaxhimit, i quajtur Activity Based Costing (shqip: shpërndarja e kostove sipas veprimtarive ose kontabiliteti sipas veprimtarive) është përpunuar vitet e fundit në Shtetet e Bashkuara.

Në fillim kjo metodë u eksperimentua nga General Electric më 1963, por zuri vend në të vërtetë në fillim të viteve 80, kur Arthur Anderseni e komercializoi dhe nisën ta përdornin disa prej emrave të mëdhenj të industrisë amerikane. ABC-ja është bërë kështu një koncept i modës falë mbështetjes aktive që i ka dhënë R. KAPLAN-i.

Në fillim do të paraqesim idetë themelore të ABC-së, më pas do të jepen etapat e ndryshme për vënien në punë të metodës, së fundi, do të jepet një bilanc i parë.

### 2.1. PARAQITJA E PËRGJITHSHME E METODËS A.B.C.

Metoda ABC propozon një metodë të përshtatshme, që ka të bëjë me regjistrimin e kostove, duke vendosur një lidhje ndërmjet Produkteve – Veprimtarive – Shërbimeve. Në zemër të metodës janë veprimtaritë. Veprimtaritë janë tërësia e veprimeve, të cilat në gjirin e një organizmi mundësojnë të konceptohen, të fabrikohen, të komercializohen prodhime ose shërbime. Veprimtaria është elementi bazë, një tërësi veprimtarish që ndërthuren në një proces, i cili ka një objektiv të përbashkët.

Veprimtaritë konsumojnë burime, domethënë mjete njerëzore dhe materiale... Prej këndeje del vijimësia e mëposhtme: të regjistrohet kostoja e burimeve ndaj veprimtarive, pastaj të regjistrohet kostoja e veprimtarive kundrejt produkteve, shërbimeve, klientëve.

Qasja nga pikëpamja e veprimtarisë është një burim për përmirësimin e qeverisjes së kostove: në fakt, disa barrë të tërthorta kundrejt produkteve janë të drejtpërdrejta kundrejt veprimtarive. Duke e përmirësuar diagnozën e pre-jardhjes së kostove dhe të luhatjeve të tyre, ABC-ja mundëson një pilotim më të mirë të kostove e kështu edhe të ecurisë së ndërmarrjes.

### 2.2. ETAPAT E NGRITJES SË NJË SISTEMI A.B.C.

Skematikisht ngritja e një sistemi ABC shtjellohet në katër etapa:

#### a) Përcaktimi i veprimtarive

Faza e parë është të hartohet lista e tërësisë së veprimtarive kryesore ose kartografia operationale e veprimtarive të ndërmarrjes. Harta mund të ndërtohet vetëm nëpërmjet të një dialogu dhe bashkëpunimi të ngushtë ndërmjet menaxhuesve dhe drejtuesve operationalë; këtyre të fundit është e qartë se u përket më shumë të përshkruajnë veprimtaritë kryesore që ushtrohen. Këtu na duhet të nënvizojmë se metoda ABC synon pikërisht të heqë gardhet e funksionit të menaxhimit dhe ta afrojë me shqetësimet e drejtuesve operationalë.

Rreziku kryesor në këtë etapë është të hysh në një përshkrim tepër të hollësishëm, i cili atëherë do ta bënte sistemin tepër të ndërlikuar dhe tepër të kushtueshëm. Në të vërtetë informacioni ka edhe ai një kosto, e cila është mirë të optimalizohet.

Megjithatë tashti është e mundshme të mbështetesh në analizat dhe treguesit e referimit që vijnë nga përvojat tashmë të njohura. Përgjithësisht rekomandohet të përzgjidhen veprimtaritë, të cilat konsumojnë më shumë sesa 5 % të kohës së burimeve. Mesatarisht specialistët për këtë etapë mendojnë se duhen përzgjedhur nga 25 deri në 100 veprimtari.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> BESCOS P.L. dhe MENDOZA C. Le management de la performance. Botim i Comptables Malsherbes – 1966.



**b) Regjistrimi i kostove kundrejt veprimtarive**

Pasi është hartuar lista e veprimtarive, është e mira atëherë të zërthehen kostot e burimeve të regjistruara në kontabilitet për veprimtaritë e ndryshme: pagesat, blerjet, qiratë, amortizimet...

Barrët e drejtpërdrejta mund t'u vihen drejtpërdrejt veprimtarive. Lidhur me barrët e tërthorta, duhet të përcaktohen faktorët që shpjegojnë në mënyrën më të mirë të mundshme konsumimin e burimeve sipas veprimtarive. Nyjëtimi bazë i metodës ABC atëherë është:

Veprimtaritë konsumojnë burime,

Produktet konsumojnë veprimtari.

Duhet vënë në dukje se përzgjedhja e çelësave të shpërndarjes së barrëve të tërthorta, po ashtu si dhe për kostot e plota, nuk mund të përjashtohet tërësisht nga një shkallë e kuptueshme arbitrariteti.

**c) Zgjedhja e njehsimeve të kostove të dëshiruara**

Qëllimi përfundimtar i veprimtarive është të realizohen produkte ose shërbime për klientët. Tashti është e mira të përcaktohen kategoritë e ndryshme të njehsimit të kostove, për të cilat ka nevojë ndërmarrja.

Kjo metodë na siguron një elasticitet të mjaftueshëm që të mos kufizohemi në njehsimin e produkteve ose të shërbimeve. Njehsimet mund të bëhen në nivelin e porosive, të kontratave, të klientëve, të projekteve, të elementëve të zinxhirit të vlerës.

Kjo etapë po ashtu duhet të shërbejë si një rast për shqyrtimin kritik të nevojave për informacion të ndërmarrjes.

**d) Regjistrimi i kostove ndaj veprimtarive**

Kjo etapë e fundit është ajo e shpërndarjes së kostove të veprimtarive kundrejt produkteve, shërbimeve ose cilësdo kategori tjetër të njehsimit të kostove, që janë përcaktuar më parë. Regjistrimi i kostove bëhet nëpërmjet induktorëve, të cilët përbëjnë masën sasiore të prodhimit për një veprimtari.

R. Kaplani ka përcaktuar tre tipa të ndryshëm induktorësh të kostove:

- "**transaction drivers**": për operacionet që kanë natyrë përsëritëse. Në këtë rast, i cili u përgjigjet prodhimeve të standardizuara, secili produkt konsumon një sasi të njëjtë të veprimtarisë përkatëse.

- "**duration drivers**": zbatohen kur kostot luhaten në funksion të kohës së kaluar. I tillë është, për shembull, rasti i fabrikimeve me porosi.

- "**intensity drivers**": atëherë kur nuk është puna për kohëzgjatjen por për intensitetin dhe cilësinë që kanë peshë. Duhet shënuar se këto janë shumë më të ndërlikuara gjatë përdorimit dhe i nënshtrohen arbitraritetit.

**2.3. NJË BILANC I PARË I METODËS A.B.C.**

A është tashmë e mundshme që të flitet për një bilanc paraprak të metodës ABC? Nga përvojat e grumbulluara, disa prej tyre kanë dhënë mundësi për përfundime, ndërsa disa të tjera kanë dhënë shumë më pak.

Një ndër meritat e kësaj përçapjeje është se na shtyn për një qasje novatore në përcaktimin e kostove të veta dhe po me këtë rast u jepen drejtuesve operacionalë informacione më të përshtatshme për synimet e tyre, sepse u mundësojnë të kuptojnë më mirë prejardhjen e kostove.

Kjo metodë jep një pamje më të përshtatshme për rentabilitetin e produkteve, shërbimeve ose klientëve, ndërkohë që atëherë përbën një mbështetje të besueshme për të caktuar çmimet e shitjes. Gjithashtu ajo vendos një lidhje me shqetësimet strategjike të ndërmarrjes.



Roli i kontrollorit të menaxhimit në të vërtetë kështu del i ndryshuar. Po të marrim titullin e përkthimit të një artikulli të R. KAPLAN-it, do të themi se kontrollori i menaxhimit duhet të shndërrohet në menaxhues të kostove.<sup>1</sup>

Këto vitet e fundit fusha e ABC-së është zhvendosur nga menaxhimi i kostove drejt menaxhimit të veprimtarive ose drejt ABM (Activity Based Management). Ideja qendrore është të merren vendime të menaxhimit mbështetur mbi informacionet e sistemit ABC. Kështu, për shembull: ndryshimi i caktimit të çmimeve, këmbimi i marrëdhënieve me furnizuesit ose me klientët, ose edhe përmirësimi i konceptimit të produkteve ose shërbimeve.

Metoda ABC gjithashtu na jep mundësinë të simulojmë evoluimin e kostove pas marrjes së një vendimi, për shembull: të shtohet ose të hiqet një produkt, të eliminohet një veprimtari pa vlerë të shtuar për klientin... Prandaj, vendimi për të hequr një produkt me rentabilitet të paktë mund të shndërrohet nëpërmjet uljes së rentabilitetit, nëse në të njëjtën kohë kostot e strukturës mbeten të pandryshuara. Simulimi do të mundësonte të qarkohen më mirë ndërlikimet e vendimit për tërësinë e kostove dhe në rast nevojë të përcaktohen vendimet shoqëruese, që bëhen të detyrueshme me qëllim që objektivi të mund të arrihet.

Megjithatë, brerorja që e ka rrethuar këtë metodë nuk duhet të na fshehë realitetin. Janë mjaft reale vështirësitë për ta vënë në jetë dhe për ta mbajtur. Zbatimi i një sistemi ABC shoqërohet me ndërlikime të mëdha, kërkon kohë dhe ka një kosto të lartë deri në atë pikë, sa disa nuk ngurrojnë të vënë në dyshim “vlerën e shtuar” reale të saj.

<sup>1</sup> KAPLAN R. Nga kontrollorë të menaxhimit te menaxherë të kostove. *Expansion Management Review*. Nr. 79. Përkthim i “New Roles for Managers Accountants” në *Journal of Cost Management*. Vjeshtë 1995.

## SEKSIONI III: TABLOJA E BORDIT TË EKUILIBRUAR (“BALANCED SCOREBOARD”)

Përshtatshmëria e treguesve financiarë për matjen e ecurisë është vënë në pikëpyetje nga disa drejtues operacionalë, të cilët gjykojnë se ndërsa këta tregues ishin të përshtatshëm në modelin industrial tradicional, ata kanë humbur mjaft nga roli i tyre i përshtatshëm me ardhjen e ekonomisë moderne të konkurrencës. Dy autorë amerikanë, R. KAPLAN dhe D. NORTON<sup>1</sup> në bashkëpunim me drejtuesit operacionalë kanë përpunuar një tabelë bordi shumë më globale dhe më të baraspeshuar (anglisht: “balanced score board”), një sintezë e treguesve financiarë dhe operacionalë.

R. KAPLAN-i dhe D. NORTON-i kanë marrë katër grupe treguesish, të quajtur “pikëvështrime të objektivave të ecurive”, dhe secili duhet t’i përgjigjet njërës prej çështjeve themelore të ndërmarrjes

### *a) Pikëvështrimi financiar: si e krijon ndërmarrja vlerën?*

Këta tregues masin ecurinë financiare të ndërmarrjes, rezultatin e strategjisë së ndjekur.

Treguesit që mund të mbajë ndërmarrja janë: shtimi i rezultatit, ROCE, ROI,<sup>2</sup> marzhi bruto, cash flow që del ose më mirë treguesit e masës, si EVA ose vlera për aksionerin.

### *b) Pikëvështrimi i klientit: çfarë vlere krijojnë klientët ekzistues dhe klientët e rinj?*

Ndërmarrja duhet të njohë dhe të ndjekë segmentet e tregjeve, në të cilat ajo ka vendosur të jetë e pranishme. Treguesit do të përmbajnë ecurinë për këto segmente: shkallën e kënaqjes së klientëve dhe rentabilitetin e tyre, por gjithashtu edhe zhvillimin drejt klientëve të rinj, bashkë me evoluimin e pjesëve të tregut për segmentet e zgjedhura.

Ndërmarrja do të përpiqet të përcaktojë faktorët që u ngjallin besim klientëve dhe ata që i bëjnë ta humbasin. Kështu, për shembull, klientët mund të vlerësojnë më fort vonesën e livrimit, cilësinë ose shërbimin sesa çmimin.

### *c) Pikëvështrimi i funksionimit të brendshëm: në cilat procese ndërmarrjaduhet të shkëlqejë për të arritur objektivat e vendosur në planin financiar?*

Në këtë etapë vlerësohen proceset e brendshme të ndërmarrjes, ato që ndikojnë fort mbi kënaqjen e klientëve dhe për rentabilitetin, rrjedhimisht, ato janë anët në të cilat ndërmarrja duhet të shkëlqejë.

<sup>1</sup> NORTON D. dhe KAPLAN R., The balanced scorecard. Harvard Business School Press. Përkthimi frëngjisht: Le tableau de bord prospectif. Editions d’Organisation, 1998.

<sup>2</sup> ROI: Return On Investment (kthimi të investimi); Return On Capital Employed ose rentabiliteti ekonomik (Rentabiliteti i shfrytëzimit sipas IS/Aktivi ekonomik).

Kështu, nëse është gjetur se klientët vlerësojnë më së fortë respektimin e afateve dhe cilësinë, organizata duhet të shquhet në këto fusha. Ajo do të përpunojë tregues, të cilët do t'i mundësojnë t'i ndjekë këto kritere me përpikëri.

**d) Pikëvështrimi i përtëritjes dhe i zhvillimit të njohurive:  
si të vazhdohet me krijimin e vlerës në të ardhmen?**

Treguesit lidhur me klientët dhe me funksionimin e brendshëm sigurojnë ndjekjen e faktorëve vendimtarë të suksesit të tashëm dhe të ardhshëm. Megjithatë, faktorët e suksesit të sotëm jo doemos mjaftojnë për të siguruar suksesin në afat të gjatë, sidomos në mjedisin me konkurrencë të fortë. Për të vijuar krijimin e vlerës me afat të gjatë, duhet të përmirësohen produktet ekzistuese, por gjithashtu dhe mbi të gjitha të zhvillohen të reja.

Ky grup treguesish ndjek aftësinë e përtëritjes, përmirësimin e njohurive, kënaqjen e punonjësve, kualifikimin e tyre, aftësinë dhe shpejtësinë për të hedhur në treg produkte të reja.

Nocioni i tabelës së bordit është mjaft i njohur në Francë. Risia në qasjen e R. KAPLAN-it dhe D. NORTON-it është se theksi vihet te strategjia dhe jo përjashtimisht te kontrolli. Treguesit e përzgjedhur përfshijnë ecuritë financiare afatshkurtra, si dhe faktorët e rritjes e të zhvillimit me afat më të gjatë. Sipas autorëve, bashkëshoqërimi i 4 pikëvështrimeve të “balanced scoreboard” është një mjet pilotimi global për ecurinë e ndërmarrjes.

**4 PIKËVËSHTRIMET E “BALANCED SCOREBOARD”  
sipas R. KAPLANIT dhe D. NORTON-it**





## KREU 16

### KRIJIMI I VLERËS

Përparësinë e ka aksioneri dhe kjo përbën një prej fakteve më të shënuara për financën që nga fillimi i viteve 80. Globalizimi i tregjeve të kapitaleve dhe roli që luajnë investuesit ndërkombëtarë, të cilët kanë në duar fondet e pensionit, sigurimet dhe kursimet përbëjnë zanafillën e lëvizjes për përqendrimin te aksioneri. Ashtu si mjaft herë të tjera, kjo lëvizje lindi në fillim në Shtetet e Bashkuara dhe më pas u përhap në Europë e në Azi.

Shqetësimi i aksionerit shfaqet në evoluimin e mënyrave të drejtimit me praktikën e menaxhimit të vlerës dhe të “corporate governance” (ose qeverisja e ndërmarrjes).<sup>1</sup> Një anketë e bërë më 1996 nga Bossard Consultant tregonte se tashmë rritja e vlerës përbënte objektivin kryesor strategjik për 75 % të drejtuesve francezë. Në një sistem me lëvizshmëri ndërkombëtare të kapitaleve, aksionerët kanë vazhdimisht mundësinë për të ushtruar sanksione ndaj drejtuesve duke i shitur aksionet, të cilat nuk u japin rentabilitet të mjaftueshëm.

Krijimi i vlerës për aksionerin kështu u imponua me shpejtësi si një prej normave të masës së ecurisë së ndërmarrjes. Krijimi i vlerës nuk duhet ngatëruar me fitimin. Domethënë një ndërmarrje mund të nxjerrë fitim edhe duke e prishur vlerën. Vlera për aksionerin është pasuria e krijuar nga ndërmarrja përtej normës, domethënë përtej kostos mesatare të ponderuar të kapitalit. Në kuptimin e teorisë ekonomike, krijimi i vlerës mund të përngjashmohej me mbifitimin.

Menaxhimi nëpërmjet vlerës përbën një shtrëngesë të fortë për ekipet drejtuese. Rentabiliteti duhet të jetë të paktën i barabartë me koston e kapitalit, gjë e cila do të thotë se primi i caktuar për shpërblimin e rrezikut të aksionerit tashmë është i përfshirë. Për t’i joshur investuesit duhet “të rrihet tregu”, të nxirret një rentabilitet më i lartë sesa kostoja e kapitalit. Për të arritur kthimin e kapitaleve të veta (“R.O.E.” shkurtim i Return on Equity), që kërkohet nga ana e investuesve, ndërmarrjet nganjëherë vënë në veprim gjithë strategjitë e zvogëlimit të fondeve të veta. Meqë kostoja e fondeve të veta është pastër më e lartë sesa ajo e borxheve (që në Francë vlerësohet se vete nga 14 deri 15 % për fondet e veta dhe 3 % për borxhet, për arsye të nivelit aktualisht të ulët të normës së interesit), ndërmarrjet parapëlqejnë, me plot të drejtë, financimin nëpërmjet hyrjes në borxh dhe jo nëpërmjet fondeve të veta. Disa ndërmarrje madje shkojnë deri aty sa të hyjnë në borxh për të financuar programet e riblerjes së aksioneve të veta. Duke i çuar në skaj, siç ndodh shpesh në Shtetet e Bashkuara, këto strategji mund ta bëjnë të brishtë ndërmarrjen, duke paraqitur nivele të borxhit që i tejkalojnë jashtë mase fondet e tyre të veta dhe i bëjnë kështu të cenueshme në rast se do të ngriheshin normat e interesit ose nëse ekonomia do ta ngadalësonte ritmin.

Maksimalizimi i pasurisë së aksionerëve prej disave quhet si ngadhënjimi i të menduarit dhe i mënyrës së menaxhimit anglosakson. Megjithatë në Europë kjo qasje ka mbetur më e hijezuar. Nëse në Shtetet e Bashkuara krijimi i vlerës për aksionerin është kriteri i referimit, në Europë kërkohet një

<sup>1</sup> Shih kreun 17.

qasje më e baraspeshuar, në të cilën interesi i aksionerit mbizotëron, por megjithatë pa shpërfillur partnerët e tjerë të ndërmarrjes, “aktorët”: punonjësit, klientët, furnizuesit.

Treguesi i ecurisë për aksionerin është kapitali i disponueshëm, qoftë kur shpërndahehet, qoftë kur rinvestohet, dhe kjo atëherë zakonisht ndihmon për të përmirësuar kursin e aksionit. Analizat ekonomike e mbështesin përparesinë e cash flow mbi gjithë faktorët e tjerë për të shpjeguar luhatjen e kursit të bursës: koeficientët e korrelacionit janë, në të vërtetë, më të përputhshëm me cash flow sesa me BPA (Fitimi për aksion).

Krijimi i vlerës, tema përvëluese e mbledhjeve dhe e këshillave, e analizave dhe e menaxherëve tashmë është një koncept jo dhe aq i modës, prandaj përdoret më me mend. Një prej meritave të tij është se i shtrëngon drejtuesit që të japin arsyetimet për zgjedhjet e tyre. Siç ndodh shpesh, rreziku është te shpërdorimi. Veç kësaj, disa ndërmarrje të mëdha amerikane, si AT & T, të cilat kishin qenë për këtë sistem, tashmë e kanë braktisur. Ta përqendrosh gjithçka te vlera askionere shpesh do të thotë të parapëlqesh “afatshkurtësinë” e ristrukturimeve, ndryshimet e perimetrit dhe hyrjen në borxh, në kurriz të përtëritjes dhe afateve të gjata. Ekonomia është ciklike: strategjitë dhe politikat përkatëse në fazën e rritjes mund të dalin shkatërrimtare në periudhën e ndryshimeve të koniunkturave. Veç kësaj, disa autorë mendojnë se mosfunksionimet e vëna re këto vitet e fundit në drejtimin e ndërmarrjeve të mëdha në radhë të parë e kanë prejardhjen nga përqendrimi i tepruar te krijimi i vlerës dhe te peshat e kriterëve financiare në pilotim.

Plani i kreut 16 është si më poshtë:

Seksioni I	: Matja e krijimit të vlerës.
Seksioni II	: Levat e krijimit të vlerës
Seksioni III	: Kufizimet dhe kritikrat për qasjen sipas krijimit të vlerës.

# SEKSIONI I: MATJA E KRIJIMIT TË VLERËS

Dy modelet kryesore për vlerësimin strategjik të ndërmarrjes janë përpunuar njëri nga McKinsey dhe tjetri nga J.M. Stern e G.B. Stewart.

## I. MODELI I MCKINSEY

Modeli i vlerësimit është përpunuar nga tre bashkëpunëtorë të Makkinsejt: T. Coppeland, T. Koller dhe J. Murrin, të cilët e kanë paraqitur në veprën e tyre: "Valuation: Measuring and managing the value of companies".<sup>1</sup>

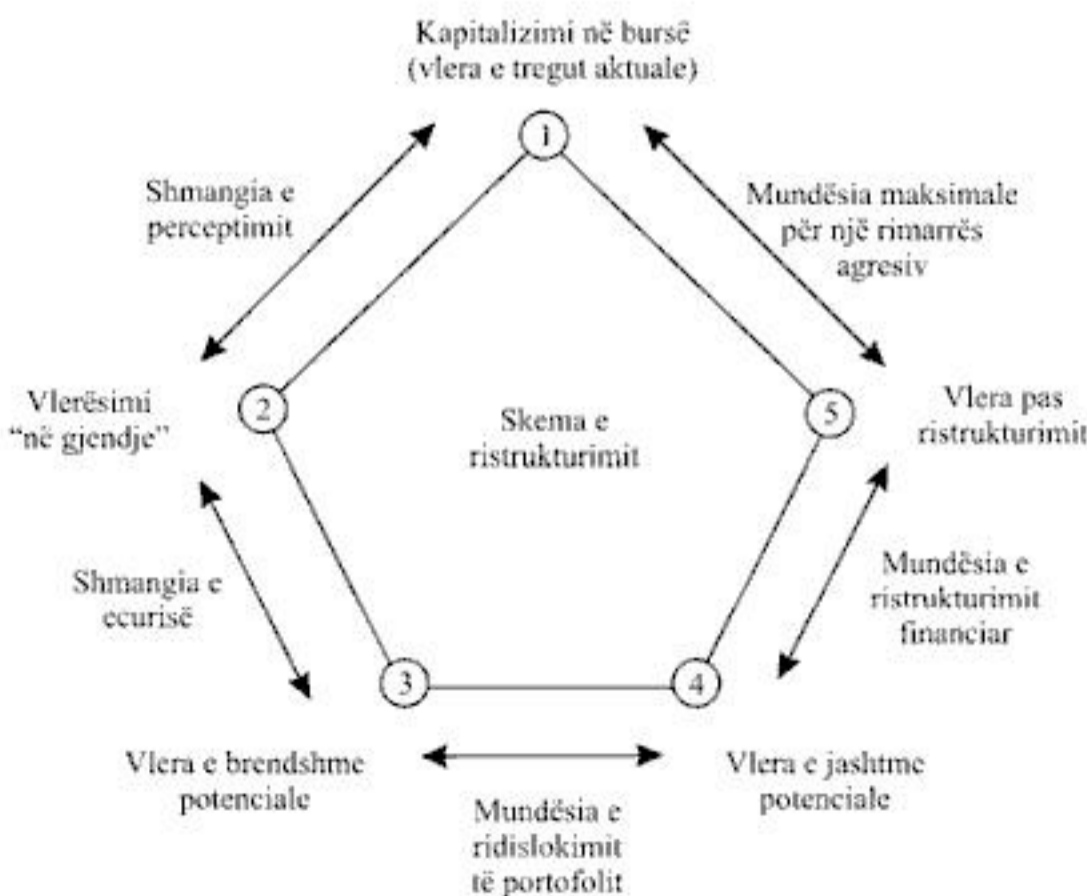
Para se të shtjellonin metodën e tyre të vlerësimit, autorët kanë përshkruar përçapjen "pentagon".

### I.1. PËRÇAPJA "PENTAGON"

Me qëllim që të përfshihen dhe të kuantifikohen gjithë potencialet e krijimit të vlerës ekonomike në gjirin e ndërmarrjes, Makkinseji propozon një përçapje me sekuenca, të quajtur "përçapja e pentagonit", sepse përbëhet prej pesë etapash njëra pas tjetrës:

**1. Vlera aktuale e tregut:** kjo është vlera e ndërmarrjes ashtu si perceptohet nga tregjet financiare, me fjalë të tjera kapitalizimi në bursë. Kjo vlerë është themelore, sepse shërben si referim për të matur rrezikun e marrjes nën kontroll nga një anë armiqësore.

#### PËRÇAPJA PENTAGON



<sup>1</sup> E përkthyer frëngjisht: La strategie de la valeur. InterEditions, 1991.



**2. Vlera “në gjendje”:** kjo është vlera ekonomike aktuale e cash flows të ardhshme të disponueshme (të aktualizuara në kosto të kapitalit), të përcaktuara në perimetrin e veprimtarisë së qëndrueshme, pa ndryshuar asgjë për aspektet operacionale dhe financiare. Në parim, me përjashtim të problemit të veçantë të komunikimit me tregjet financiare dhe/ose dukurisë së spekulimit, kjo vlerë duhet të jetë relativisht e afërt me vlerën aktuale të tregut.

**3. Vlera e brendshme potenciale:** kjo është vlera ekonomike e brendshme që del prej tërësisë së përmirësimeve operacionale, të cilat është e mundur të vihen në veprim në perimetrin e veprimtarisë së qëndrueshme (për shembull, shtimi i shifrës së xhiros ose përmirësimi i marzheve, produktiviteti i secilës hallkë të “konvejerit të veprimtarisë” të njësive të ndryshme të ndërmarrjes etj...).

**4. Vlera e jashtme potenciale:** është vlera e cila ka gjasa të nxirret nëpërmjet një politike optimale të ridislokimit ose të ripërqendrimit të portofolit të veprimtarive. Fitimi në vlerë kundrejt etapës së mëparshme vjen qoftë prej cedimit të njësive, për të cilat ndërmarrja nuk është pronari më i mirë (ai që është i aftë të nxjerrë mbivlerë), qoftë anasjelltas, blerja e njësive për të cilat ndërmarrja përbën një pronar më të mirë.

**5. Vlera pas ristrukturimit:** është vlera në përfundim të gjithë tërësisë së mundësive të ristrukturimit, të cilat ka mundësi t'i arrijë ndërmarrja. Në veçanti këto përfshijnë mundësitë e ristrukturimit të kapitalit (përpjesëtimi fonde të vetat/borxhe), të cilat mund të kenë ndikim të ndjeshëm mbi vlerën ekonomike.

## 1.2. METODA E CASH FLOWS TË AKTUALIZUARA

Modeli i Makkinsejt e quan se vlera e një ndërmarrjeje është si më poshtë: vlera gjatë periudhës së parashikimit të shprehur, plus vlera përtej periudhës së shprehur, që quhet vlera fundore.

Vlera e ndërmarrjes	=	vlera aktuale e cash flow gjatë periudhës së parashikimit të shprehur	+	vlera aktuale e cash flow pas periudhës së parashikimit të shprehur
---------------------	---	---	---	---

### 1.2.1. PARASHIKIMI I CASH FLOW TË DISPONUESHME

Cash flow e disponueshme është mjedha e parave operacionale e një shoqërie, domethënë cash flow gjithsej pas heqjes së tatimit dhe e vënë në dispozicion të tërësisë së kredithënësve të fondeve: aksionerëve dhe kredituesve. Është e barabartë me fitimin e shfrytëzimit pas heqjes së tatimeve, duke shtuar barrët pa daljet prej arkës (amortizimet dhe parapagimet), si dhe duke zbritur investimet në fonde qarkullimi, kapitalet e ngurtësuara të trupëzuara dhe aktive të tjera. Këtu nuk përfshihet asnjë prej cash flow të lidhura me financimet, siç janë shpenzimet financiare ose dividendet.

### 1.2.2. VLERËSIMI I KOSTOS SË KAPITALIT

Kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit është norma e aktualizimit, që mundëson të shndërrohen cash flows të ardhshme të pritura në një vlerë aktuale në sytë e investuesve. Në e kemi parë, se është e barabartë me koston mesatare të ponderuar të tërësisë së burimeve për financimin e ndërmarrjes.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Shih në tekst f. 249

### 1.2.3. VLERËSIMI I VLERËS FUNDORE

Vlerësimi i vlerës fundore e thjeshton vlerësimin e shoqërive, sepse mënjanon nevojën për të parashikuar me hollësi cash flow të shoqërisë përtej periudhës së parashikimit të shprehur.

Vlera fundore duhet të vlerësohet me përpikëri, sepse përbën një përqindje me rëndësi të vlerës totale të ndërmarrjes. Në shembujt e paraqitur nga T. Koperlandi, T. Koleri dhe J. Murrini vlera fundore përbënte 56 % deri në 125 % të vlerës totale. Këto shifra nuk duan të thonë se vlera më e madhe e një ndërmarrjeje do të përftohet përtej periudhës së shprehur, por që arkëtimet e viteve të para do të përthithen e madje më shumë nga daljet prej arke në formën e kapitaleve të ngurtësuara dhe të fondeve të qarkullimit, rrjedhimisht të investimeve që duhet të ndihmojnë për të prodhuar më në fund një shtim të rrjedhës së parave.

Këta autorë citojnë tri teknika për të vlerësuar vlerën fundore:

a) **Parashikimin e gjatë të shprehur:** kjo do të thotë të bëhet një parashikim i shprehur për një periudhë kohe shumë të gjatë (autorët përmendin 75 vjet) dhe të shpërfillet vlera fundore, e cila në këtë rast bëhet pa ndonjë peshë.

Kjo teknikë e thjeshtë përdor skemën e cash flow të aktualizuar në formën e saj elementare dhe merr parasysh të ardhmen e shoqërisë ashtu siç e parashohim realisht.

b) **Teknika e rritjes së përhershme të cash flow të disponueshme,** duke iu drejtuar formulës së mëposhtme:

$$\text{Vlera fundore } t = \frac{\text{CFD}_{t+1}}{k_c - g}$$

ku:

CFD t + 1: niveli i normalizuar i cash flow të disponueshme gjatë vitit të parë pasues të periudhës së parashikimit të shprehur,

k<sub>c</sub>: kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit,

g: norma e rritjes së përhershme të pritur për cash flow të disponueshme.

Kjo teknikë është e njëjtë me të mëparshmen në rastin kur parashihej që cash flow e disponueshme e një shoqërie do të rritej çdo vit me ritëm konstant.

c) **Formula e faktorit të krijimit të vlerës:** mbështetet mbi formulën e rritjes së përhershme të cash flow të disponueshme, por këtë radhë, e shprehur me anën e faktorëve të krijimit të vlerës do të ishte:

$$\text{Vlera fundore } t = \frac{\text{RE}_{t+1}(1-g)/r}{k_c - g}$$

ku:

RE t + 1 = rezultati neto i shfrytëzimit përpara shpenzimeve financiare dhe tatimeve të vitit të parë pasues të periudhës së parashikimit të shprehur

g = norma e rritjes së përhershme të pritur nga RE

r = norma e pritur e rendimentit të investimit neto suplementar

Kjo formulë e faktorit të krijimit të vlerës na jep të njëjtin rezultat si dhe formula e rritjes së përhershme të cash flow, pasi emëruesit janë të përbashkët dhe numëruesi shpreh cash flow të disponueshme nga pikëpamja e faktorëve kyç të krijimit të vlerës.

## 2. ECONOMIC VALUE ADDED E J. M. STERN DHE G.B. STEWART

Treguesi i ecurisë më i njohur, pa dyshim, është Economic Value Added. EVA<sup>1</sup> është një koncept që është popullarizuar gjerësisht prej propagandimit mjaft të gjallë që i kanë bërë dy konceptuesit e saj: J.M. Sterni dhe G.B. Stjuarti.

Në fillim ky koncept është zbatuar në ndërmarrjet amerikane (do të përmendim konkretisht Coca-Cola-n ose A. T. & T.), pastaj përdorimi i tij u përhap për ndërmarrjet europiane dhe aziatike deri në atë shkallë, sa të imponohet si treguesi i referimit për një numër drejtuesish dhe financierësh. Shtypi ekonomik boton rregullisht klasifikime të ndërmarrjeve të bëra mbi bazën e këtij kriteri. Në Francë revista Expansion e përdor këtë tip klasifikimi për ndërmarrjet franceze qysh prej shumë vjetësh.

EVA<sup>®</sup> përfaqëson një vlerësim të fitimit ekonomik të vërtetë, që e realizon ndërmarrja pas zbritjes së kostos së rastit për tërësinë e kapitaleve të vëna në përdorim. Me fjalë të tjera, është puna për rezultatin operacional pas tatimeve, me të cilat lidhet kostoja e kapitalit. Kostoja e kapitalit do të jetë e barabartë me produktin e madhësisë së kapitaleve të investuara herë koston e tyre mesatare të ponderuar.

Formula është si më poshtë:

$$\boxed{EVA = ROAI - (k \times K)}$$

Ku:

ROAI: Rezultati operacional pas tatimeve, pas rregullimeve të ndryshme dhe ritrajtimeve në atë mënyrë, që ROAI të pasqyrojë më shumë nocionin e parave në dorë.

k: kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit.

K: Kapitali i vënë në përdorim.

Ose edhe:  $EVA = (r - k) \times K$

$$\boxed{\text{Ose } r = \frac{ROAI}{K}}$$

Një nocion tjetër kyç, Market Value Added ose edhe vlera e situar e tregut, po ashtu është e barabartë si ajo me vlerën aktuale të serisë së EVA<sup>®</sup>, domethënë:

$$\boxed{MVA \sum \frac{EVA}{(1+k)}}$$

Total Market Value është e barabartë me:

$$\boxed{TMV = K + MVA}$$

$$\boxed{MVA = K + \sum \frac{EVA}{(1+k)}}$$

Le ta ilustrojmë njehsimin e EVA-s duke u nisur prej dy shembujsh të marrë nga revista FORTUNE.

<sup>1</sup> G. Bennett STEWART, The Quest For Value. The EVA Management Guide. Harper Business.



	ANHEUSER BUSCH	SPIEGEL
Rezultati i operacioneve	\$ 1 756 M	\$ 188 M
Tatime	\$ -617	\$ -69
Rezultate të operacioneve pas tatimeve ROAI	\$ 1 139 M	\$ 119 M
Kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit: CMPC	67 % x 14,3	37 % x 18,3 %
Kapitale të vetat	33 % x 5,2 %	63 % x 6,8 %
Borxhe	11,3%	11,1%
KAPITALI	\$ 8 000 M	\$ 1 600 M
CMPC	11,3 %	11,1 %
EVA®	\$ 904 M	\$ 178 M
	\$ 235 M	\$ -59 M

Kështu, duke u nisur nga shembulli i dy shoqërive, që japin një rezultat pozitiv të operacioneve, vëmë re se njëra krijon vlerë për aksionerët e vet, ndërsa tjetra e prish atë.

Duke u nisur nga formula për EVA ® mund të përcaktohen lehtë boshtet e përmirësimit:

- të shtohen marzhet në nivelin e kapitalit konstant,
- të përdoret më pak kapital me marzh konstant,
- të investohet në projektet me rentabilitet të fortë.

Një menaxhim nëpërmjet EVA-s është i pashkëputshëm prej një sistemi nxitës financiar për drejtuesit. Primi më shpesh ka të bëjë me dy pjesë: njëra mbështetet mbi përqindjen e EVA-s, tjetra mbi evoluimin e EVA-s gjatë së njëjtës periudhë. Një mekanizëm i tillë synon të shmangë që drejtuesit t'i nënshtrohen joshjes afatshkurtër në dëm të ecurive afatgjata. Vetëm njëra pjesë e primit zakonisht derdhet, ndërsa diferenca regjistrohet në një llogari pritëse, e cila do të zhbllokohet më vonë në rast se do të ketë ulje të ecurive.



## SEKSIONI II: LEVAT E KRIJIMIT TË VLERËS

Në librin “Creating Shareholder Value”,<sup>1</sup> A. Rappaporti numëron shtysat kryesore të krijimit të vlerës: rritja e shitjeve, marzhi i shfrytëzimit, nevoja për fonde qarkullimi, investimi, norma e tatimit, kostoja e kapitalit.

Megjithatë, pesha e tyre operationale mbetet e kufizuar, sepse këta indikatorë janë tepër globalë. Prandaj menaxhimi duhet të përcaktojë listën e “micro value drivers”, domethënë të shtytësve mbi të cilët është në gjendje të veprojë për të krijuar vlerën.

Duke marrë shkas nga shembulli që ka trajtuar A. Rappaporti, levat për krijimin e vlerës mund të grupohen rreth tre boshteve kryesore:

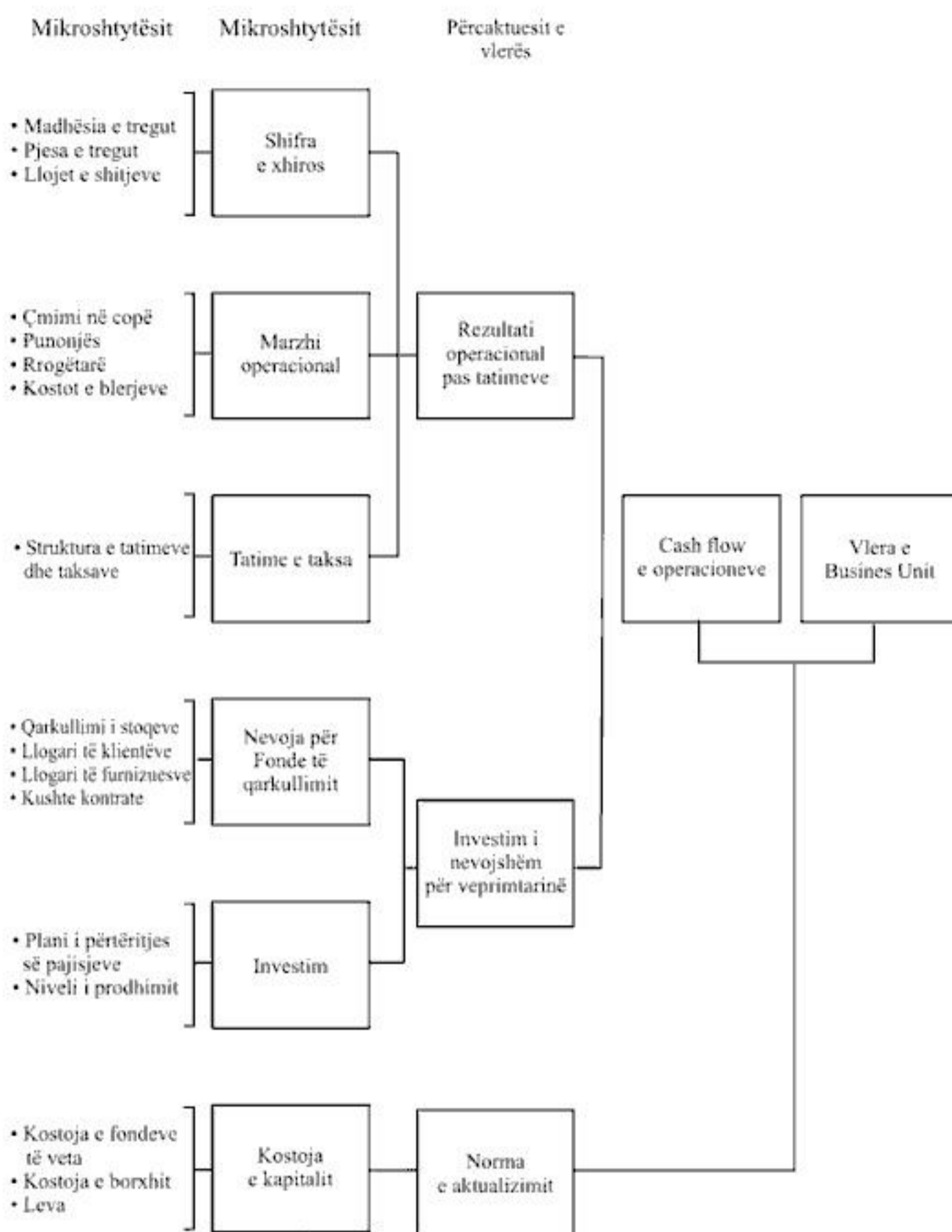
- **Strategjia e konkurrencës:** duke ndjekur punimet e M. Porterit kemi parë se ndërmarrja duhet të zgjedhë njërën përparësi të konkurrencës. Dy strategjitë kryesore që i vihen përpara janë qoftë zhvillimi i një përparësie nëpërmjet kostove, qoftë një strategji e diferencimit. Zgjedhja e strategjisë së përshtatshme duhet t'i sigurojë ndërmarrjes shtimin e shifrës së saj të xhiros dhe mbi të gjitha të marzhit të saj.

- **Strategjia e investimit:** rentabiliteti gjithashtu është funksion i madhësisë së kapitaleve të investuara. Kufizimi i madhësisë së kapitaleve të investuara duhet të kërkohet te shtimi i normës së përdorimit të pajisjeve, te pakësimi i nevojave në fonde qarkullimi ose dhe te një politikë qiramarrjeje më shumë sesa te blerjet, te nëntrajtimi dhe te nxjerrja jashtë sesa te synimi për t'i bërë vetë. Nëntrajtimi dhe nxjerrja jashtë kanë të bëjnë në drejtimin lart me një pjesë të fabrikimit, për të pakësuar sa më tepër kapitalet e investuara. Kjo dukuri është shumë e zhvilluar në industrinë e automobilave, ku një pjesë e fabrikimit kalohet te ata që japin pajisjet, ndërsa konstruktorët merren me montimin.

<sup>1</sup> A. Rappaport, Creating Shareholder Value. Bot. i 2-të, 1995. Simon and Schuster.



## MIKRO DHE MAKROINDUKTORËT E VLERËS



Burimi: Rappaport *vep. cit.* f. 172.

- **Strategjia financiare:** efekti i levës përbën një vektor tjetër të përmirësimit të rentabilitetit për aksionerin. Qysh prej disa vjetësh ndërmarrjet mjaft shpesh u janë drejtuar programeve të riblerjes së aksioneve. Duke i riblerë aksionet e veta ndërmarrja iu shpërndan aksionerëve të vet një pjesë të parave në dorë. Duke vepruar në këtë mënyrë, ajo e ndryshon strukturën e financimit të vet dhe e përmirëson rentabilitetin për aksionerët që mbeten.

Nuk duhet harruar edhe dimensionin fiskal. Edhe optimizimi fiskal është një vektor i krijimit të vlerës.

Pasi janë përcaktuar “micro drivers” të vet, etapa e mëpastajme është të studiohet ndjeshmëria e tyre duke iu përgjigjur pyetjes vijuese: cili është ndikimi mbi vlerën i një luhatjeje prej x % të një induktori? Sado e vështirë që të duket për ta bërë, analiza e elasticitetit të induktorëve është vendimtare, sepse ajo i jep menaxhimit mjetin për të zgjedhur induktorët mbi të cilët duhet vepruar me përparësi, me qëllim që më në fund të kemi veprimin shumëfishues të krijimit të vlerës më të rëndësishëm.

# SEKSIONI III: KUFIZIMET DHE KRITIKAT PËR QASJEN SIPAS KRIJIMIT TË VLERËS

Fakti që qasja sipas vlerës është imponuar me shpejtësi si mënyra e drejtimit dhe e menaxhimit, nuk duhet të na çojë te nënvleftësimi i kufizimeve dhe i rreziqeve të saj. Krahas kufizimeve financiare dhe teknike radhitet edhe kritika e dy autorëve: G. HAMEL dhe C. PRAHALAD.

## I. KUFIZIMET FINANCIARE DHE TEKNIKE

Analistët dhe investuesit e kanë vendosur si normë rentabiliteti ose si "Return on Equity" (ROE) shifrën 15 %. Kjo normë prej 15 %, e cila mjaft shpejt u shndërrua në një dogmë, përsëri nuk mbështetet në ndonjë themel teorik.

Kjo normë rentabiliteti është respektuar realisht në jetën e përditshme në Shtetet e Bashkuara gjatë 20 vjetëve, që kanë kaluar para rënies ekonomike të vitit 2001; por kjo ecuri e jashtëzakonshme nuk mund të ngrihet në dogmë.

Norma prej 15 % ka qenë gjithashtu burim ngatërresash. Disa gabimisht e përfshijnë këtë 15 % në një normë rritjeje vjetore të përfitimeve. Sipas arsytimit të tyre, ata e vlerësojnë me të drejtë se është e pamundur ndjekja e pafund e rentabilitetit të kapitalit me ritmin 15 %, ndërsa në të njëjtën kohë rritja e ekonomisë është më poshtë sesa 5 %. Në fakt, sapo ndërmarrja e arrin normën e rentabilitetit të synuar dhe fiksohet, 15 % ose qoftë dhe një normë tjetër, mjafton atëherë për të respektuar normën që fitimet e saj të shtohen paralelisht me kapitalet e veta. Megjithatë, për ta arritur këtë, ndërmarrjet mund të shtyhen që të ndjekin strategji financiare për zvogëlimin e kapitaleve të veta, të cilat nëse ato e përmirësojnë rentabilitetin e vet financiar, japin ndihmesë gjithashtu për ta bërë më të brishtë. Meqë kostoja e fondeve të veta është pastër më e ulët sesa ajo e borxhit, ndërmarrjet financohen nëpërmjet hyrjes në borxh dhe jo me kapitalet e veta. Disa programe për riblerjen e aksioneve nganjëherë financohen me marrje borxhesh. Zvogëlimi i kapitalit e përmirëson automatikisht ROE (atëherë emëruesi i përpjesëtimit është më i ulët) dhe bëhet si doping për kursin e bursës. Atëherë si rrezik del nënkapitalizimi, duke pasur një borxh të tepërt kundrejt kapitaleve të veta, gjë që e bën ndërmarrjen të cenueshme në rast se do të shtohej norma e interesit ose do të kishte rënie ekonomike.

Për më tepër, mund të vihen në dukje të paktën tre kufizime teknike:

- **Problemi i koston së kapitalit:** metodat e maksimalizimit të vlerës për aksionerin kanë të përbashkët referimin te kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit. Ky nocion kyç në financë megjithatë, siç e kemi parë, nuk shpëton nga kritikrat, të cilat ia kanë pakësuar peshën.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Shih f. 249 e vijim.

- **Aktivitet ekonomike vlerësohen në vlera kontable** të korrigjuara në modelet e Makkinsejt e të Sternit dhe Stjuardit, ndërsa C.M.P.C. njihet mbi bazën e vlerave të tregut. Rrjedhimisht, këto metoda nuk nxisin që të bëhet rivlerësimi i bilanceve.

- **Metodat që i integrojnë në mënyrë të pamjaftueshme aktivitet e pa-prekshme** të ndërmarrjes, të cilat sot janë një element me rëndësi për suksesin e ndërmarrjes.

## 2. KRITIKAT NGA G. HAMEL DHE C.K. PRAHALAD

Ideja për “Qëllimin Strategjik dhe Kompetencat themelore” (anglisht: strategic and core competencies ose SICC) të G. HAMELIT e C. K. PRAHALADIT<sup>1</sup> i kundërvihen rrënjësisht qasjes nëpërmjet maksimalizimit të vlerës për aksionerin.

G. HAMELI e C. K. PRAHALADI mbrojnë një vështrim tjetër, sipas të cilit është ndërmarrja që duhet të bëjë tregjet dhe jo t’u nënshtrohet. Rrjedhimisht ajo duhet vazhdimisht të provojë vullnetarizmin strategjik dhe të gjejë në vetvete burimet për të krijuar e për të zhvilluar tregjet e reja. Kjo është një çështje kohe, këmbënguljeje, por edhe aftësie organizative që të shfrytëzosh në maksimum kompetencat e veta.

Këta autorë e kanë ndërtuar argumentimin e tyre duke u nisur prej disa ideve, që shkojnë ndesh me mendimin mbizotërues. Sipas tyre, “Downsizing” dhe “Reengineering” nuk bëjnë gjë tjetër, veçse ndreqin gabimet e së kaluarës, por ato nuk e ripozicionojnë firmën në hapësirën e konkurrencës dhe nuk e përgatisin garën për të ardhmen. Po ashtu ata kritikojnë menaxhimin sipas emëruesit. Në të vërtetë është më e lehtë të përmirësohet rentabiliteti sesa të ulen kostot e të veprohet me cedime në vend që të zhvillohen. Sipas tyre, për të përmirësuar rentabilitetin duhet më mirë të veprohet mbi numëruesin nëpërmjet depërtimit në tregjet e reja. Natyrisht që pasiguria është shumë më e lartë, por ndikimi potencial mbi krijimin e vlerës është shumë më i fortë. Pikëpamja e tyre ka gjetur mbështetje nga një studim i kryer prej Mercer Management Consulting mbi një mostër prej 800 ndërmarrjesh amerikanoveriore për periudhën 1992-1997, që ka treguar se norma e rritjes së vlerës në bursë të ndërmarrjeve në rritje për këtë periudhë ka qenë 26 % kundrejt 16 % për ndërmarrjet që kanë pakësuar kostot. Studimi i mëparshëm për periudhën 1988-1993 kishte treguar një shmangie vetëm prej 7 pikësh. Nga ana e vet, me sa duket bursa vlerëson me përparësi ndërmarrjet që kanë strategji zhvillimi, kundrejt atyre që kanë qasje “maltuziane”. Disa studime të tjera kanë arritur te po ato përfundime.

G. HAMEL-i e C. K. PRAHALAD-i e qortojnë maksimalizimin e vlerës së bursës, sepse përqendrohet vetëm e vetëm te afati i shkurtër: “vlerës së bursës i mungon një pikëvështrim mbi orientimin afatgjatë të ndërmarrjes”.

Qasjet nëpërmjet maksimalizimit të vlerës dhe të SICC mbështeten mbi dy koncepte rrënjësisht të ndryshme: për të parët, ajo që zë vendin e parë është maksimalizimi i vlerës për aksionerin me të gjitha mjetet, ndërsa për të dytët kjo do të thotë të vësh në bast zhvillimin dhe të ardhmen.

Si përfundim, një qasje e kufizuar rreptësisht te maksimalizimi i vlerës së aksionerit ka rrezik të fortë që të dëmtojë në fund të fundit begatinë afatmesme dhe afatgjatë të aksionerit. Nga ana e vet, SICC nuk mund të shpëtojë prej interesave të aksionerëve të vet.

<sup>1</sup> G. HAMEL et C. K. PRAHALAD. La conquête du futur. InterEditions, 1995. G. HAMEL et J. STERN. Le court terme peut-il ruiner la vision à long terme? L’Expansion Management Review. Dhjetor 1995.



Kundrejt këtyre qasjeve antagoniste disa autorë paraqesin një konceptim pluralist, i cili integron tërësinë e “stakeholders”, domethënë gjithë partnerët e ndërmarrjes, që janë në konkurrencë për krijimin e vlerës: aksionerët, rrogëtarët, klientët, furnizuesit. Sipas përkrahësve të kësaj qasjeje, krijimi i vlerës së aksionerëve në dëm të partnerëve të tjerë të koalicionit në gjirin e ndërmarrjes ka rrezik që të çojë në rënien, madje në përçarjen e koalicionit. Le ta përfytyrojmë vërtet që vlera të krijohet në kurriz të klientëve, duke u imponuar atyre çmime më të larta nga ato që ata zakonisht janë të gatshëm për t’i paguar, ose rrogëtarët të marrin shpërblime më të ulëta sesa meritat e tyre, ose madje edhe që furnizuesit të marrin çmime më të ulëta sesa presin. Një gjendje e tillë nuk mund të zgjasë. Herët a vonë disa prej “stakeholders” do ta braktisin koalicionin: klientët do të kthejnë fytyrën te konkurrentë ose te produkte të tjera që i zëvendësojnë, rrogëtarët do të braktisin ndërmarrjen, furnizuesit do të kërkojnë tregje më rentable. Më në fund vlera e aksionerit do të bjerë dhe aksionerët do të dalin të humbur. Kështu, për të krijuar vlerë me jetëgjatësi, duhet që tërësia e partnerëve të përfshihet dhe të motivohet nga projekti, e kjo do të thotë si kundërparti që të bëhet një shpërndarje e baraspeshuar e vlerës së krijuar.



## KREU 17

### QEVERISJA E NDËRMARRJES

Brenda pak vjetësh qeverisja e ndërmarrjes është imponuar si një prije themelore, e cila ka ngjallur diskutime dhe ka sjellë botime të ndryshme.

Përsiatjet rreth qeverisjes së ndërmarrjes kanë nisur në vitet 90 si reagim kundrejt një vargu skandalesh financiare në Shtetet e Bashkuara (“Savings and Loans”) dhe në Angli (çështjet Maxwell, Poly Peck, BCCI...)<sup>1</sup>

Kjo problematikë në Francë ka sjellë paraqitjen e disa raporteve: raporti Viénot I (1995), raporti Viénot II (1999), raporti Bouton (2002).

Qeverisja e ndërmarrjes është tërësia e rregullave dhe e mjeteve, të cilat përcaktojnë modalitetet e drejtimit të ndërmarrjes dhe që mundësojnë të arrihet siguria se vendimet janë në përputhje me objektivat e ndërmarrjes ashtu siç kanë qenë përcaktuar prej aksionerëve.

Teoria e agjencës në të vërtetë na ka mësuar se interesat e drejtuesve largohen prej atyre të aksionerëve: drejtuesit kërkojnë të marrin shpërblime dhe përparësi në përmasa të tepruara, duan t’i riinvestojnë cash flows me qëllim që të kënaqin nevojat e veta për madhësi e pushtet, dhe jo të kërkojnë që ta maksimalizojnë vlerën për aksionerin. Prandaj duhen ndërtuar rregulla dhe mekanizma, që të detyrojnë menaxherët të veprojnë në interes të aksionerëve.

Shkëputja drejtues/aksionerë megjithatë nuk duhet të fshehë çekuilibrin mes vetë aksionerëve. Kapitali i ndërmarrjeve në vendet e industrializuara është tepër i përqendruar, e kanë në duar familjet, institucionet financiare dhe gjithnjë e më shumë organizma të drejtimit kolektiv (fondet e pensioneve). Përballë këtyre investuesve pushteti i kontrollit nga ana e aksionerëve në pakicë del fare i papeshë. Atëherë konflikti e gjen vendin ndërmjet aksionerëve të vegjël dhe investuesve institucionalë, po ashtu si ndërmjet drejtuesve dhe aksionerëve. Qeverisja e ndërmarrjes merret më shumë me marrëdhënien menaxherë/investues institucionalë sesa me menaxhues/aksionerë.

Megjithatë, sipas disa autorëve burimi i mosfunksionimeve dhe i skandaleve financiare të kohëve të fundit duhet kërkuar më pak te konflikti ndërmjet aksionerëve e drejtuesve, sesa te pesha e tepruar e kriterëve financiarë në drejtimin e ndërmarrjeve, fokusimi te krijimi i vlerës dhe te objektivat e rentabilitetit me natyrë jorealiste.

Seksioni I	: Këshilli i administrimit dhe qeverisja e ndërmarrjes.
Seksioni II	: “Qeverisja e ndërmarrjes nuk është kompetencë vetëm e Këshillit të administrimit”.

<sup>1</sup> Përsiatjet rreth “corporate governance” tashmë kishin nisur shumë më përpara nga ana e BERLE dhe MEANS në: A. BERLE et G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New-York 1932.





# SEKSIONI I: KËSHILLI I ADMINISTRIMIT DHE QEVERISJA E NDËRMARRJES

## 1. ROLI I KËSHILLIT TË ADMINISTRIMIT

Këshilli i administrimit, i zgjedhur nga asambleja e përgjithshme, ndodhet në zemër të ndërmjetësimit ndërmjet aksionerëve dhe drejtuesve. Këshilli i administrimit përbën vendndodhjen kryesore të pushtetit në ndërmarrje. Problematika e Qeverisjes së ndërmarrjes është të përcaktojë funksionimin e Këshillit në marrëdhëniet e tij me aksionerët dhe drejtuesit.

Kodi i Tregtisë tregon se: “Këshilli i administrimit përcakton orientimet e veprimtarisë së shoqërisë dhe mbikëqyr vënien e tyre në zbatim (...) ai merret me të gjitha çështjet që kanë të bëjnë me ecjen e mbarë të shoqërisë dhe nëpërmjet vendimeve rregullon punët që i përkasin”. Kjo formulë sanksionon gjithashtu mbizotërimin e rolit të Këshillit dhe natyrën kolegjiale të vendimeve të tij, njëra prej pasojave të të cilave është përgjegjësia kolektive e administruesve për vendimet e marra.

Atëherë çështja është që të dihet nëse Këshilli i administrimit është në gjendje të sigurojë plotësisht rolin e vet. Vëzhguesit e vëmendshëm nuk kanë lënë pa vënë në dukje se Enroni, ashtu si dhe pjesa më e madhe e shoqërive amerikane që janë bërë objekt skandalesh të kohëve të fundit, kanë pasur Këshilla, që i respektonin rregullat e qeverisjes së ndërmarrjes. A vlen po ky konstatim për vendet e tjera? Nëse procedurat dhe respektimi i tyre janë të domosdoshme, këto vlejné po ashtu edhe për personat që i vënë në zbatim.

## 2. PËRBËRJA E KËSHILLIT TË ADMINISTRIMIT

Me qëllim që të jetë në gjendje të sigurojë plotësisht rolin e vet, Këshilli duhet të përbëhet prej administruesish të pavarur, kompetentë, të motivuar dhe të mirinformuar.

### 2.1. ADMINISTRUES TË PAVARUR

Përkufizimi dhe numri i administruesve të quajtur të pavarur është një temë debati. Raporti i dytë i Vienoit është shprehur: “Me administrues të pavarur duhet kuptuar jo vetëm administruesi “joekzekutiv” – domethënë që nuk kryen asnjë funksion drejtues në atë shoqëri ose grup – por edhe ai që nuk ka ndonjë lidhje të veçantë interesi (si aksioner me peshë, rogotar, ose tjetër) në atë shoqëri. Për ta thjeshtuar punën, përkufizimi i administruesit të pavarur do të ishte kështu: “administruesi është i pavarur prej drejtuesve të shoqërisë kur nuk mban asnjë lloj marrëdhënieje të çfarëdo natyre qoftë si me

shoqërinë ose grupin e tij, e cila do të mund të komprometonte ushtrimin e lirisë së tij për të gjykuar”.

Raporti i Butonit e plotëson këtë përkufizim, duke shtuar: “një administrues është i pavarur kur nuk ka asnjë lloj marrëdhënieje të çfarëdo natyre qoftë me shoqërinë, grupin e tij ose drejtuesit e tij, e cila mund të komprometonte lirinë e tij të gjykimit”.

Raporti parashikon që administruesit e pavarur të përbëjnë gjysmën e anëtarëve të Këshillit në shoqëritë me kapital të shpërndarë dhe që nuk kanë aksionerë me paketë kontrolli.

## 2.2. ADMINISTRUES KOMPETENTË

Kompetenca dhe pavarësia janë cilësitë parësore për administruesit. Megjithatë, kompetenca dhe pavarësia mund të ndodhë që të dalin cilësi në kundërshtim njera me tjetrën, sepse kompetenca e ka të nevojshme të njihet mirë ndërmarrja, mjeshtëria dhe menaxhimi i saj.

Përbërja e Këshillit është një pikë thelbësore: “dozim me mjeshtëri i kompetencave, përvojës dhe pavarësisë në shërbim të interesit të shoqërisë dhe të aksionerëve”.

## 2.3. ADMINISTRUES TË MOTIVUAR

Motivimi është një element thelbësor i frytshmërisë së Këshillit. Ai mund të jetë moral, por para së gjithash është motivim financiar.

Madhësia globale e shpërblimit të Këshillit vendoset nga Asambleja e Përgjithshme, ndërsa shpërndarja përcaktohet prej Këshillit të administrimit.

Detyrat dhe përgjegjësitë e reja të administruesve kërkojnë nga ana e tyre një investim personal, i cili meriton shpërblim të drejtë. Po të ketë shpërblime të pamjaftueshme, Këshilli do të mbetet pa kompetenca.

## 2.4. ADMINISTRUES TË INFORMUAR

Raporti i Vienoit II nënvizon që: “informimi paraprak dhe i përhershëm i administruesve është një kusht parësor për ushtrimin e mirë të misionit të tyre”.

Administruesit duhet të kenë mundësinë e hyrjes në gjithë infomacionin dhe në gjithë dokumentet e nevojshme për plotësimin e misionit të tyre.

Këtu shohim gjithë rëndësinë që marrin Komisionet e specializuara dhe në veçanti Komisioni i llogarive dhe Komisioni i auditimit.

## 3. KOMISIONET E SPECIALIZUARA

Raporti i Vienoit me të drejtë ngulte këmbë për rëndësinë e Komisioneve të specializuara për funksionimin e mirë të Këshillit të Administrimit. Komisionet nuk e zëvendësojnë përgjegjësinë e Këshillit, por e lehtësojnë funksionimin e tij dhe ndihmojnë për përgatitjen e vendimeve.

Numri dhe struktura e Komisioneve varen sipas secilës ndërmarrje: Komisioni i llogarive, Komisioni i auditimit (në disa ndërmarrje i njëjti komision mbulon edhe llogaritë, edhe auditimin e brendshëm), Komisioni i shpërblimeve, Komisioni i emërimeve (edhe për këtë të dy komisionet mund të jenë një i vetëm në disa shoqëri), Komisioni strategjik, Komisioni shkencor, Komisioni i zhvillimit ndërkombëtar...



#### 4. NDARJA E PUSHTETEVE

Ligji NRE i vitit 2001 ka vënë si rregull ndarjen e funksioneve të Kryetarit të Këshillit të Administrimit dhe të Drejtorit të Përgjithshëm në shoqëritë anonime.

Dispozitat e reja të hyra në fuqi me kodin e tregtisë e kufizojnë në mënyrë të veçantë rolin e kryetarit të Këshillit të Administrimit. Tashmë ai drejton Këshillin dhe mbikëqyr funksionimin e mirë të organeve të shoqërisë. Drejtori i përgjithshëm, i cili emërohet nga Këshilli i Administrimit, është i veshur me pushtet më të gjerë për të vepruar në gjithë situatat në emër të shoqërisë.

Porse duhet përcaktuar se ligji kurdoherë i lejon Këshillit të emërojë kryetarin e Këshillit të Administrimit në postin e Drejtorit të përgjithshëm. Në këtë rast, grumbullimi i funksioneve e vë kryetarin e Këshillit të Administrimit në pozitën pothuaj të njëjtë me atë që ka pasur ai përpara se të hynte në fuqi ligji NRE.

#### 5. DISPOZITAT E LIGJIT PËR SIGURINË FINANCIARE

Ligji për Sigurinë Financiare i miratuar më 1 gusht 2003 ka vënë detyrimin për “kryetarin e Këshillit të administrimit ose të mbikëqyrjes që të paraqesë para Asamblesë së përgjithshme një raport... lidhur me kushtet e përgatitjes dhe të organizimit të punëve të këshillit, si dhe të procedurave të kontrollit të brendshëm, që ka vendosur shoqëria”. Anëtarët e komisionit të llogarive paraqesin vërejtjet e tyre lidhur me procedurat e kontrollit të brendshëm që kanë të bëjnë me përpunimin dhe trajtimin e informacionit kontabël e financiar. Ligji ka nisur zbatimin që nga ushtrimi i vitit 2003.



## SEKSIONI II: “QEVERISJA E NDËRMARRJES NUK ËSHTË KOMPETENCË VETËM E KËSHILLIT TË ADMINISTRIMIT”<sup>1</sup>

Për qeverisjen e ndërmarrjes marrin pjesë ose duhet të bëjnë pjesë edhe mekanizma të tjerë: tregu i kontrollit, politika financiare, tregjet financiare, agjencitë e notëzimit, bankat, analistët financiarë, audituesit, rregullatorët... dhe këta mekanizma e këta aktorë duhet të përkrahin transparencën e informacionit ekonomik e financiar, të lehtësojnë kontrollin mbi vendimet.

Rasti i skandaleve financiare të kohëve të fundit ka nxjerrë në pah dobësinë, madje mund të thuhet edhe dështimin e këtyre mekanizmave, prandaj kjo ka çuar te një varg refomrash.

### 1. TREGU I KONTROLLIT

Rreziku i OPB përbën një kërcënim për menaxherët jokompetentë ose që nuk kujdesen sa duhet për interesat e aksionerëve.

Megjithatë edhe propozimi përkatës ka dy kufizime:

. drejtuesit kanë një shumësi mjetesh veprimi për t’u mbrojtur kundër OPB-ve armiqësore.<sup>2</sup>

. sjellja e “udhëtarit klandestin” nga aksionerët në pakicë. Nëse aksionerët e vegjël e parandiejnë se ekipi i ri drejtues do ta përmirësojë ecurinë e ndërmarrjes, është në interesin e tyre që t’i ruajnë titujt e tyre, një vendim që atëherë rrezikon të shkaktojë dështimin e OPB-së. Përkundrazi, nëse janë të bindur për të kundërtën, është në interesin e tyre që t’i shesin titujt që kanë. Teoria e udhëtarit klandestin nxjerr në dukje paradoksin e mëposhtëm: OPB-ja ka aq më shumë sukses t’ia dalë në krye, sa më shumë aksionerët dyshojnë për fitimet që do të kishte mundësi të sillte operacioni.

### 2. TREGU I KREDISË

Bankat u bëjnë ndërmarrjeve huamarrëse një kontroll të jashtëm të përhershëm. Analiza dhe mbikëqyrja e rregullt, që ushtrohet nga institucionet e kredisë, përbëjnë një informacion për aksionerët dhe i siguron që shoqëria ka pasur vlerësim pozitiv.

<sup>1</sup> Titulli i raportit të Këshillit të Analizës Ekonomike për vitin 2002.

<sup>2</sup> Shih f. 279 e vijim.



Megjithatë qëllimi përfundimtar i kontrollit të ushtruar nga bankat nuk është të garantojë respektimin e interesave të aksionerëve, por të sigurojë aftësinë e rimbursimit të huave që ua kanë dhënë.

### 3. ANALISTËT FINANCIARË

Këta janë aktorët qendrorë të zinxhirit të informacionit financiar. Rrogën ata e marrin nga bankat e investimeve dhe prandaj përballen me konfliktet e interesave, të cilat përbëjnë po ashtu rreziqe për qeverisjen e ndërmarrjes.

Kundrejt tyre është paraqitur konkretisht ankesa, se i paraqesin llogaritë e ndërmarrjes në mënyrë të anshme, në fitim të klientëve të veprimtarisë së bankave dhe në kurriz të investuesve, se botojnë mendime të ndryshme nga ato që përhapin brenda dhe se i shtyjnë ndërmarrjet të bëjnë operacione M dhe A.

Pas skandaleve të kohëve të fundit, ky profesion u është nënshtruar rregullave më të rrepta. Kontaktet ndërmjet bankierëve dhe analistëve janë kufizuar dhe kontrollohen prej një “deontologu”. Disa mbrojnë mendimin për shoqëri të pavarura analizash. Gjithashtu do të duhej që investuesit të pranonin t’i paguanin analizat, ndërsa deri më sot i kanë marrë falas prej ndërmjetësve të tyre.

Megjithatë disa ankohen se ligji për Sigurinë Financiare i gushtit 2003 nuk e ka trajtuar në të vërtetë funksionimin e profesionit të analistëve financiarë.

### 4. AGJENCITË E NOTËZIMIT

Ato përftojnë një informacion referimi për investuesit dhe për bankat e investimeve.

Në çështjet e lindura kohët e fundit ato kanë dalë se nuk janë të afta të parashikojnë ngjarjet. Kështu Standard and Poor’s arriti ta vinte notën e kredisë për Parmalatin nën mbikëqyrje vetëm një muaj përpara se të failmentonte grupi italian.

Paaftësia e agjencive për t’u dalë përpara gjërave duket se pohohet edhe nga studimet empirike, të cilat tregojnë se përgjithësisht kurset e bursës janë më përpara sesa ndryshimet në notëzim: mesatarisht ngritja e kursit të aksioneve vjen përpara përmirësimit të notëzimit, e gjithashtu ulja e kursit ndodh përpara sesa të përkeqësohet notëzimi.

Veç kësaj, veprimtaria e notëzimit është e tipit oligopolistik, e sundojnë dy agjenci me përmasa botërore (Moody’s dhe Standard and Poor’s), ndërsa në një masë më të vogël një e tretë: FITCH.

### 5. BANKAT

Bankat kanë një pjesë të rëndësishme të përgjegjësisë në mosfunksionimet e kohëve të fundit të qeverisjes së ndërmarrjes. Veprimtaria bankare fsheh në vetvete rreziqe të konflikteve potenciale të interesave mjaft të rëndësishme.

Bankat e biznesit grumbullojnë maksimumin e informacioneve prej klientëve të tyre, qoftë kur është puna për veprimtarinë e M dhe A, qoftë në montimin e operacioneve financiare të ndërlikuara. Ky tip informacionesh u intereson fort operatorëve të tregjeve, të cilët mund t’i kalojnë pastaj te klientët e tyre.

Po ashtu ka rreziqe të njëjta ndërmjet veprimtarive të bankave universale: veprimtaria tregtare e këtyre bankave ka në dispozicion një sasi të dhënash, të cilat nuk duhet të filtrojnë në departamente të tjera.

Zgjidhja për konfliktin e interesave gjendet te përforcimi e në disa raste te rindërtimi i “muri të Kinës”. Muri kinez quhen disa rregulla (të shkruara ose jo), të cilat synojnë të mbrojnë në gjirin e po atij organizmi financiar pavarësinë dhe natyrën konfidenciale të një departamenti kundrejt një tjetri.

## 6. AUDITUESIT DHE KOMISARËT E LLOGARIVE

Çështja Enron solli si pasojë zhdukjen e Arthur Andersenit, një prej zyrave të para të auditimit. Megjithatë audituesit zakonisht janë garantuesit për vërtetësinë e llogarive të shoqërive që kontrollojnë e revizionojnë.

Në Shtetet e Bashkuara ligji Sarbanes-Oxley i korrikut 2002 ka vendosur një autoritet për rregullimin kontabël, Public Accounting Oversight Board, i ngarkuar për mbikëqyrjen e zyrave të auditimit. Ligji ka vënë si parim ndarjen e veprimtarive të auditimit prej këshillimit. Ligji parashikon gjithashtu një detyrim, të shoqëruar me sanksione, për C.E.O. dhe drejtorin financiar, që të certifikojnë vërtetësinë e llogarive dhe të japin informacion plotësues për operacionet jashtë bilancit.

Në Francë ligji për Sigurinë Financiare i 1 gushtit 2003 e ripohoi këtë parim, duke krijuar Këshillin e Lartë të Komisarariatit të Llogarive, si një autoritet i pavarur, pranë Kancelarisë, të ngarkuar për kontrollin dhe për rregullimin e CAC. Pavarësia e CAC sigurohet nëpërmjet ndalimit që është vënë për të mos u furnizuar shoqërive, për të cilat bën certifikimin e llogarive, asnjë këshillë ose për të mos u bërë asnjë shërbim tjetër.

## 7. AUTORITETET E RREGULLIMIT

Edhe këto janë vënë në pikëpyetje drejtpërdrejt si pasojë e skandaleve financiare të kohëve të fundit. Me sa duket, rregullimi i tregjeve financiare është edhe më i domosdoshëm. Por mbetet që të sigurohet në mënyrë të frytshme. Të gjitha reformat kalojnë nëpërmjet forcimit të mjeteve të tyre si njerëzore, ashtu edhe financiare.

Franca, në të cilën deri më sot nuk ka ndodhur ndonjë skandal i tipit Enron ose Parmalat, e ka rritur përgjegjësinë e rregulluesit nëpërmjet Autoritetit të Tregjeve Financiare. Megjithatë, a mos është edhe ATF-ja tashmë e pamjaftueshme? Del i nevojshëm një rregullues financiar europian për të baraspeshuar peshat e SEC dhe për të siguruar të njëjtin nivel të kërkesave në fushën e informacionit dhe të etikës ndërmjet lëmenjve të veprimtarisë financiare.

TABELA E AKTUALIZIMIT NR. 1  
VLERA AKTUALE VA PËR NJË EURO  
 $VA = 1/(1 + a)^t$

	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	24%	28%	32%
1	.9901	.9804	.9709	.9615	.9524	.9434	.9346	.9259	.9174	.9091	.8929	.8772	.8696	.8621	.8475	.8333	.80655	.7813	.7576
2	.9803	.9612	.9426	.9246	.9070	.8900	.8734	.8573	.8417	.8264	.7972	.7695	.7561	.7432	.7182	.6944	.6504	.6104	.5739
3	.9706	.9423	.9151	.8890	.8638	.8396	.8163	.7938	.7722	.7513	.7118	.6750	.6575	.6407	.6086	.5787	.5245	.4768	.4348
4	.9610	.9238	.8885	.8548	.8227	.7921	.7629	.7350	.7084	.6830	.6355	.5921	.5718	.5523	.5158	.4823	.4230	.3275	.3294
5	.9515	.9057	.8626	.8219	.7835	.7473	.7130	.6806	.6499	.6209	.5674	.5194	.4972	.4761	.4371	.4019	.3411	.2910	.2495
6	.9420	.8880	.8375	.7903	.7462	.7050	.6663	.6302	.5963	.5645	.5066	.4556	.4323	.4104	.3704	.3349	.2751	.2274	.1890
7	.9327	.8706	.8131	.7599	.7107	.6651	.6227	.5835	.5470	.5132	.4523	.3996	.3759	.3538	.3139	.2791	.2218	.1776	.1432
8	.9235	.8535	.7894	.7307	.6768	.6274	.5820	.5403	.5019	.4665	.4039	.3506	.3269	.3050	.2660	.2326	.1789	.1388	.1085
9	.9143	.8368	.7664	.7026	.6446	.5919	.5439	.5002	.4604	.4241	.3606	.3075	.2843	.2630	.2255	.1938	.1443	.1084	.0822
10	.9053	.8203	.7441	.6756	.6139	.5584	.5083	.4632	.4224	.3855	.3220	.2697	.2472	.2267	.1911	.1615	.1164	.0847	.0623
11	.8963	.8043	.7224	.6496	.5847	.5268	.4751	.4289	.3875	.3505	.2875	.2366	.2149	.1954	.1619	.1346	.0938	.0662	.0472
12	.8874	.7885	.7014	.6246	.5568	.4970	.4440	.3971	.3555	.3186	.2567	.2076	.1869	.1685	.1372	.1122	.0757	.0517	.0357
13	.8787	.7730	.6810	.6006	.5303	.4688	.4150	.3677	.3262	.2897	.2292	.1821	.1625	.1452	.1163	.0935	.0610	.0404	.0271
14	.8700	.7579	.6611	.5775	.5051	.4423	.3878	.3405	.2992	.2633	.2046	.1597	.1413	.1252	.0985	.0779	.0492	.0316	.0205
15	.8613	.7430	.6419	.5553	.4810	.4173	.3624	.3152	.2745	.2394	.1827	.1401	.1229	.1079	.0835	.0649	.0397	.0247	.0155
16	.8528	.7284	.6232	.5339	.4581	.3936	.3387	.2919	.2519	.2176	.1631	.1229	.1069	.0930	.0708	.0541	.0320	.0193	.0118
17	.8444	.7142	.6050	.5134	.4363	.3714	.3166	.2703	.2311	.1978	.1456	.1078	.0929	.0802	.0600	.0451	.0258	.0150	.0089
18	.8360	.7002	.5874	.4936	.4155	.3503	.2959	.2502	.2120	.1799	.1300	.0946	.0808	.0691	.0508	.0376	.0208	.0118	.0068
19	.8277	.6864	.5703	.4746	.3957	.3305	.2765	.2317	.1945	.1635	.1161	.0829	.0703	.0596	.0431	.0313	.0168	.0092	.0051
20	.8195	.6730	.5537	.4564	.3769	.3118	.2584	.2145	.1784	.1486	.1037	.0728	.0611	.0514	.0365	.0261	.0135	.0072	.0039
25	.7798	.6095	.4776	.3751	.2953	.2330	.1842	.1460	.1160	.0923	.0588	.0378	.0304	.0245	.0160	.0105	.0046	.0021	.0010
30	.7419	.5521	.4100	.3083	.2314	.1741	.1314	.0994	.0754	.0573	.0334	.0196	.0151	.0116	.0070	.0042	.0016	.0006	.0002
40	.6717	.4529	.3066	.2083	.1420	.0972	.0668	.0460	.0318	.0221	.0107	.0053	.0037	.0026	.0013	.0007	.0002	.0001	-
50	.6080	.3715	.2281	.1407	.0872	.0543	.0339	.0213	.0134	.0085	.0035	.0014	.0009	.0006	.0003	.0001	-	-	-
60	.5504	.3048	.1697	.0951	.0535	.0303	.0173	.0099	.0057	.0033	.0011	.0004	.0002	.0001	-	-	-	-	-

## SHTOJCAT



TABELA E AKTUALIZIMIT NR. 2  
VLERA AKTUALE E NJË SHUMIE KËSTESH VJETORE PËR NJË EURO

$$VA = \sum_{i=1}^N \frac{1}{1+(1+a)^i}$$

	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	24%	28%	32%
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174	0.9091	0.8929	0.8772	0.8696	0.8621	0.8475	0.8333	0.8065	0.7813	0.7576
2	1.9704	1.9416	1.9135	1.8861	1.8594	1.8334	1.8080	1.7833	1.7591	1.7355	1.6901	1.6467	1.6257	1.6052	1.5656	1.5278	1.4568	1.3916	1.3315
3	2.9410	2.8839	2.8286	2.7751	2.7232	2.6730	2.6243	2.5771	2.5313	2.4869	2.4018	2.3216	2.2832	2.2459	2.1743	2.1065	1.9813	1.8684	1.7663
4	3.9020	3.8077	3.7171	3.6299	3.5460	3.4651	3.3872	3.3121	3.2397	3.1699	3.0373	2.9137	2.8550	2.7982	2.6901	2.5887	2.4043	2.2410	2.0957
5	4.8534	4.7135	4.5797	4.4518	4.3295	4.2124	4.1002	3.9927	3.8897	3.7908	3.6048	3.4331	3.3522	3.2743	3.1272	2.9906	2.7454	2.5320	2.3452
6	5.7955	5.6014	5.4172	5.2421	5.0757	4.9173	4.7665	4.6229	4.4859	4.3553	4.1114	3.8887	3.7845	3.6847	3.4976	3.3255	3.0205	2.7594	2.5342
7	6.7282	6.4720	6.2303	6.0021	5.7864	5.5824	5.3893	5.2064	5.0330	4.8684	4.5638	4.2883	4.1064	4.0386	3.8115	3.6046	3.2423	2.9370	2.6775
8	7.6517	7.3255	7.0197	6.7327	6.4632	6.2098	5.9713	5.7466	5.5348	5.3349	4.9676	4.6389	4.4873	4.3436	4.0776	3.8372	3.4212	3.0758	2.7860
9	8.5660	8.1622	7.7861	7.4353	7.1078	6.8017	6.5152	6.2469	5.9952	5.7590	5.3282	4.9464	4.7716	4.6065	4.3030	4.0310	3.5655	3.1842	2.8681
10	9.4713	9.9826	8.5302	8.1109	7.7217	7.3601	7.0236	6.7101	6.4177	6.1446	5.6502	5.2161	5.0188	4.8332	4.4941	4.1925	3.6819	3.2689	2.9304
11	10.3676	9.7868	9.2526	8.7605	8.3064	7.8869	7.4987	7.1390	6.8052	6.4951	5.9377	5.4527	5.2337	5.0286	4.6560	4.3271	3.7757	3.3351	2.9776
12	11.2551	10.5753	9.9540	9.3851	8.8633	8.3838	7.9427	7.5361	7.1607	6.8137	6.1944	5.6603	5.4206	5.1971	4.7932	4.4392	3.8514	3.3868	3.0133
13	12.1337	11.3484	10.6350	9.9856	9.3936	8.8527	8.3577	7.9038	7.4869	7.1034	6.4235	5.8424	5.5831	5.3423	4.9095	4.5327	3.9124	3.4272	3.0404
14	13.0037	12.1062	11.2961	10.5631	9.8986	9.2950	8.7455	8.2442	7.7862	7.3667	6.6282	6.0021	5.7245	5.4675	5.0081	4.6106	3.9616	3.4587	3.0609
15	13.8651	12.8493	11.9379	11.1184	10.3797	9.7122	9.1079	8.5595	8.0607	7.6061	6.8109	6.1422	5.8474	5.5755	5.0916	4.6755	4.0013	3.4834	3.0764
16	14.7179	13.5777	12.5611	11.6523	10.8378	10.1059	9.4466	8.8514	8.3126	7.8237	6.9740	6.2651	5.9542	5.6685	5.1624	4.7296	4.0333	3.5026	3.0882
17	15.5623	14.2919	13.1661	12.1657	11.2741	10.4773	9.7632	9.1216	8.5436	8.0216	7.1196	6.3729	6.0472	5.7487	5.2223	4.7746	4.0591	3.5177	3.0971
18	16.3983	14.8820	13.7535	12.6593	11.6896	10.8276	10.0591	9.3719	8.1556	8.2014	7.2497	6.4674	6.1280	5.8178	5.2732	4.8122	4.0799	3.5294	3.1039
19	17.2260	15.6785	14.3238	13.1339	12.0853	11.1581	10.3356	9.6036	8.9501	8.3649	7.3658	6.5504	6.1982	5.8775	5.3162	4.8435	4.0967	3.5386	3.1090
20	18.0456	16.3514	14.8775	13.5903	12.4622	11.4699	10.5940	9.8181	9.1285	8.5136	7.4694	6.6231	6.2593	5.9288	5.3527	4.8696	4.1103	3.5488	3.1129
25	22.0232	19.5235	17.4131	15.6221	14.0939	12.7834	11.6536	10.6748	9.8226	9.0770	7.8431	6.8729	6.4641	6.0971	5.4669	4.9470	4.1474	3.5640	3.1220
30	25.8077	22.3965	19.6004	17.2920	15.3725	13.7648	12.4090	11.2578	10.2737	9.4269	8.0552	7.0027	6.5660	6.1772	5.5168	4.9789	4.1601	3.5693	3.1242
40	32.8347	27.3555	23.1148	19.7928	17.1591	15.0463	13.3317	11.9246	10.7574	9.7791	8.2438	7.1050	6.6418	6.2335	5.5482	4.9966	4.1659	3.5712	3.1250
50	39.1961	31.4236	25.7298	21.4822	18.2559	15.7619	13.8007	12.2335	10.9617	9.9148	8.3045	7.1327	6.6605	6.2463	5.5541	4.9995	4.1666	3.5714	3.1250
60	60.9550	34.7609	27.6756	22.6235	18.9293	16.1614	14.0392	12.3766	11.0480	9.9672	8.3240	7.1401	6.6651	6.2482	5.5553	4.9999	4.1667	3.5714	3.1250



## BIBLIOGRAFIA E PËRGJITHSHME

1. Amelon J.L., *Financer ses exportations*, Dunod, 1988.
2. Ballada S. et Coille J.C., *Outils et mécanismes de gestion financière*, Maxima Laurent du Mesnil éditeur, bot. 3-të 1996.
3. Baroni M. et Rosenberg C., *Gestion financière de l'entreprise*, Entreprise moderne d'édition, 1990.
4. Batch L., *Diagnostic financier*, Economica, bot. 3-të, 2003.
5. Batch L., *Finance et stratégie*, Economica, 1999.
6. Bellalah M., *Gestion financière: diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Economica, 1998.
7. Bellalah M., *Finance moderne d'entreprise*, Economica 2003.
8. Betbèze J.P., *Les dix commandements de la finance*, Odile Jacob, 2003.
9. Bodie Z., Merton R., Thibierge C., *Finance*, Perason éducation, 2001.
10. Brealey R. et Myers S., *Principles of Corporate Finance*, Mac Graw Hill, bot. i 7-të, 1999. (Përkthimi frëngjisht *Principes de gestion financière des sociétés*).
11. Bogliolo F., *La création de valeur*, Editions d'Organisation, 2000.
12. Charreaux G., *Gestion financière*, Litec, bot. i 5-të, 1996.
13. Caby J., Hirigoyen G., *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, bot. i 4-t, 2001.
14. Cardoso A., *L'anarchie libérale*, Fayard, 2003.
15. Cobhaut R., *Théorie financière*, Economica, bot. 4-t, 1997.
16. Cohen E., *Analyse financière*, Economica, bot. 5-të, 2004.
17. Colasse B., *Gestion financière de l'entreprise*, PUF, bot. i 3-të, 1993.
18. Conso P., Hemic F., *La gestion financière de l'entreprise*, Dunod, bot. i 10-të, 2004.
19. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New-York, Wiley, bot. i 3-të, 2000 (përkthimi frëngjisht: *La stratégie de la valeur*. InterEditions).
20. Corfmat D., Helluy A. et Baron., *La mutation du contrôle de gestion*, Editions d'Organisation, 2000.
21. Couret A. et Hirigoyen G., *Initiation à la gestion*, Montchrestien, bot. i 2-të, 1991.
22. De la Bruslerie H., *Analyse financière: Information financière et diagnostic*, Dunod, 2002.
23. Depallens G. et Jobard J.P., *Gestion financière de l'entreprise*, Sirey, bot. i 11-të 1996.
24. Desbrières P. et Poincelot E., *Gestion de trésorerie. Les essentiels de la gestion*, Editions management, 1999.
25. Eglem J.Y., Mikol A. et Stolow H., *Les mécanismes financiers de l'entreprise*, Montchrestien, bot. i 2-të 1991.
26. Eglem J.Y., *Les mécanismes comptables de l'entreprise*, Editions Montchrestien, bot. i 4-t, 2001.
27. Goffin R., *Principes de finance moderne*, Economica, bot. i 3-të, 2001.
28. Haffen F., *Le contrôle de gestion dans la stratégie de groupe*, Editions d'Organisations, 1999.
29. Hutin H., *Toute la finance d'entreprise*, Editions d'Organisation, bot. i 2-të, 2003.



30. Jacquillat B., Solnik B., *Les marchés financiers*, Dunod, bot. i 4-t, 2000.
31. Kaplan R., Cooper R., *Cost & Effect*, Harvard Business School Press.
32. Levasseur M. et Quintard A., *Finance*, Economica, bot. i 3-të, 1998.
33. Mémento, Pratique Francis Lefebvre, *Comptable 2004*, Paris, 2003.
34. Mémento, *Droit du Financement* (par Couret A., Devèze J. et Hirigoyen G.) Editions Lamy, 2003.
35. Obert R., *Pratique de normes IAS/IFRS*, Dunod, 2003.
36. Pastré O. et Vigier M., *Le capitalisme déboussolé*, La découverte, 2003.
37. Peyrard J., *Analyse financière*, Vuibert, bot. i 7-të, 1998.
38. Piget P., *Gestion financière de l'Entreprise*, Economica, 1998.
39. Pilverdier-Latrete J., *Finance d'entreprise*, Economica, bot. i 8-të, 2002.
40. Price Waterhouse Coopers, *IFRS 2005, Divergences France / IFRS Conversion aux IFRS*, Francis Lefebvre, Paris 2003.
41. Simon Y., Lautier D., *Techniques financières internationales*, Economica, bot. i 8-të, 2003.
42. Sirower M., *The synergy trap*, Free Press, 1997.
43. Solnik B., *Gestion financière*, Nathan, bot. i 6-të 1997.
44. Stewart G., *The quest for value*, Harper Business, 1991.
45. Teulié J., Topscalian P., *Finance*, Vuibert, bot. i 2-të, 1997.
46. Vernimmen P., Quiry P., Ceddaha F., *Finance d'entreprise*, Dalloz, bot. i 4-t, 2000.
47. Waterhouse Price, CFO, *Architect of the corporation's future*. Wiley and Sons, NY.

# TREGUESI

- (AMF), 289  
 Activity Based Costing, 397  
 advance payment guarantee, 378  
 afatëzimi, 344, 345  
 aftësia e vetëfinansimit, 130, 135-37, 194, 239  
 agjenti, 236, 248, 289,  
 akord, 84, 375  
 aksionet me përparësi, 201  
 aksionet e privileguara, 201  
 aksionet zvarritëse, 201  
 aktivi i ngurtësuar, 37  
 aktivi qarkullues, 37, 74  
 aktivi financiar, 52, 57, 58, 186  
 aktivi i ngurtësuar, 39, 75, 102, 138, 194  
 aktualizimi, 24, 35, 44, 51, 65, 68, 215, 221, 224, 246, 248, 252, 254, 267, 269-78, 280, 282, 284, 299-02, 305, 405  
 aktualizimi i flukseve, 275, 300  
 amortizimi, 33, 40, 41, 44, 47-49, 51, 64, 74, 80, 84, 87-89, 91, 95, 136, 137, 194, 205, 219, 317, 319, 320, 322, 352, 362, 398, 405  
 amortizimi i prishjes, 47, 49  
 analiza financiare, 21, 27, 29, 31, 36  
 arkëtari, 174, 176, 177, 178, 187  
 Autoriteti i Tregjeve Financiare, 289  
 balanced scoreboard, 400, 401  
 barrët e konstatuara që më parë, 98, 112  
 barrët e tërthorta, 387, 397  
 barrët e ndryshueshme, 89, 90, 386, 387  
 barrët e drejtpërdrejta, 55, 385-6, 398  
 barrët e tërthorta, 385, 386, 398  
 barrët fikse, 89  
 beta, 226  
 bid bond, 378  
 bilanci financiar, 29, 72, 73  
 blerësi privat, 361, 363  
 blerësi publik, 361  
 blloku kontroll, 289-90  
 bono thesari, 169, 226  
 borxhet financiare, 51, 67, 114, 130, 192, 207  
 borxhet e ndryshme, 67, 68  
 borxhet e shfrytëzimit, 67  
 buxheti i kapitalit të disponueshëm, 174, 176  
 buy-back, 376  
 cap, 191  
 Capital Assets Pricing, 226  
 cedimi i parësisë, 207  
 certifikatat e investimit, 206  
 collar, 190, 191  
 ÇKN, 165, 166  
 Data e vlerës, 173  
 DCF, 302  
 dëmshpërblimi, 360-62, 378  
 dividenda, 40, 58, 81, 87, 137, 138, 143, 148, 158, 160, 161, 176, 194, 201-03, 206, 225, 226, 230, 232, 235, 239-43, 292, 300, 303, 307, 309, 318, 390, 405  
 dorëzana, 358, 364, 372, 375, 377, 378  
 dorëzania solidare, 378  
 dorëzani dhe garanci, 364  
 down payment guarantee, 378  
 druri i vendimit, 280  
 EBIT, 88  
 EBITDA, 88  
 efekti gërshërë, 92  
 efekti i levës, 129, 230, 231, 292, 307, 411  
 ekuilibri financiar, 73, 106  
 ekuivalenti i sigurtë, 277  
 emtimet e obligacioneve, 217  
 emtimet ndërkombëtare, 354  
 EONIA, 170, 217  
 equity linked, 207  
 EURIBOR, 170, 185-91, 217, 351, 368  
 euroemetimi, 349, 353, 354, 356  
 eurokredia, 349-52  
 Euro-Medium Term Notes, 356  
 euromjetet, 349, 355  
 euroobligacionet, 353  
 euroobligacionet e konvertueshme dhe me warrant, 353  
 faturimi, 166, 169, 175, 177, 367  
 financimi afatmesëm ose afatgjatë, 358  
 financimi afatshkurtër, 358  
 financimi ndërkatësh, 206  
 floor, 190, 191  
 fondi i qarkullimit, 106, 109-11, 124, 125  
 Forward Rate Agreement, 182  
 forward-forward, 182, 184  
 garancia e ekzekutimit të mirë, 378  
 garancia e kërkesës së ofertës, 378  
 garancia e zbulimit lokal, 379  
 garancia me kërkesën e parë, 378  
 garancitë e investimeve jashtë vendit, 364  
 garancitë ndërkombëtare, 358, 377  
 gearing, 122  
 goodwill, 304-06, 320, 322  
 grumbullimi i titujve në bursë, 289  
 gjendja neto, 61, 199, 313  
 Hertz, 279  
 huadhëniet pjesëmarrëse, 204, 205  
 investimet, 23, 135, 140, 141, 162, 175, 176, 244, 261, 263, 266, 270, 275, 283, 300, 309, 358, 362, 382, 405  
 investimet e patrupëzuara, 263  
 investimet e prodhimit, 264  
 investimet e trupëzuara, 263  
 investimet financiare, 263  
 investimet për zëvendësim ose për mirëmbajtje, 264  
 investimet për zgjerim ose për kapacitet, 264  
 jovlera, 39, 40, 73, 74  
 kalimi, 68, 129, 172, 177, 215, 283, 330, 332

- kalimet bankare ndërkombëtare, 330  
 kambiali tregtar, 330  
 kapital i disponueshëm, 16, 21, 27, 77, 106, 114-16, 125, 138, 142, 148, 174, 178, 179, 197, 202, 300, 389, 403  
 kapital i disponueshëm zero, 177, 178, 179  
 kapitali i përhershëm, 131  
 KDFBR, 142  
 kërkueshmëria, 37, 72, 73, 75, 106, 116, 197, 343  
 KMKT, 165, 166  
 Knaepen Package, 369  
 Koeficienti i Ngritjes së Shfrytëzimit, 92  
 koeficienti  $\beta$ , 226  
 kohëzgjatja, 37, 40, 41, 44, 47-9, 51, 59, 62, 81, 126, 127, 157, 165-68, 171, 175, 179, 183-87, 189, 191, 203, 205, 210, 214, 216-19, 224, 254, 265, 266, 270, 277-79, 285, 287, 301, 303-05, 318, 319, 322, 346, 350-55, 358, 360-63, 369, 370, 372, 387, 390, 398  
 komisionet bankare, 170, 171, 350  
 komisioni i agjentit, 351  
 komisioni i akordit, 172  
 komisioni i investimit, 356  
 komisioni i lëvizjes, 171, 172  
 komisioni i pjesëmarrjes, 351  
 komisioni i siglimit, 171, 172  
 komisioni underwriting, 351  
 kompensimi, 33, 58, 64, 166, 294, 318, 319, 358, 376  
 konfirmimi pa e ditur, 332  
 konsensusi, 372  
 Konsensusi i OCDE, 369  
 konsolidimi, 24, 311, 313, 317, 320, 343  
 konsolidimi global, 320  
 konsolidimi nëpërmjet integritit, 313  
 konsolidimi nëpërmjet integritit përpjesëtimor, 315  
 kontrata e huadhënies, 24, 51, 235  
 kontratat e ndërtimit, 84  
 kontratat për huadhënie, 51  
 kontrolli, 320  
 kontrolli ekskluziv, 312, 314  
 kontrolli i përbashkët, 312, 313, 315  
 kostoja e kapitalit, 179, 221, 223, 225, 228, 229, 272, 402, 407, 410  
 kostoja e ndryshueshme, 386  
 kostoja e ndryshueshme (direct costing), 386  
 kostot e paracaktuara, 384, 386  
 KPNS, 298, 299  
 kredia, 36, 44, 51, 52, 67, 75, 76, 106, 127, 166, 167, 173, 175, 176, 178, 188, 197, 219  
 kredi blerësi, 363  
 kredi dokumentare, 167, 330, 332, 333, 334, 366, 372, 378  
 kredi e menjëhershme (spot), 167  
 kredi furnizuese, 130, 363, 364, 368, 370, 371, 372, 375  
 kredi me kohëzgjatje, 168  
 kredi me qiradhënie, 213, 219, 318  
 kredi ndërrimi, 167  
 kredi qiradhënieje, 299  
 kredi stinore, 167  
 kredia "e lirë", 368  
 kredia blerëse, 368, 371  
 kredia dokumentare, 331  
 kredia e administruar, 368  
 kredia e mobilizimit e kreditimeve tregtare, 165  
 kredia në "garanci të pastër", 368  
 kredia afatshkurtër, 162, 164, 168, 170, 171,  
 kredia bankare afatshkurtër, 170  
 kredia e kapitalit të disponueshëm, 167, 168  
 kreditë "e thata", 350  
 kreditë afatmesme dhe afatgjata, 213  
 kreditë afatshkurtra, 164  
 kreditë e administruara, 369, 372  
 kreditë e zbuluara, 167  
 kreditë financiare, 350  
 kreditë spot, 168  
 kreditimi, 37, 52, 57, 59, 67, 69, 73-5, 83, 87, 95, 97, 106, 110, 112, 113, 122, 127, 131, 139, 146, 164-69, 178, 197, 205, 207, 213, 291, 318, 324, 328, 333,  
 kundërblerja, 376  
 kuotimi në pasiguri, 338  
 kuotimi në siguri, 338, 339  
 kurset e kryqëzuara ose cross rate, 339  
 kurset e kryqëzuara, 340  
 kursi i këmbimit, 348  
 kursi real i këmbimit, 347  
 kursi i këmbimit, 346  
 LBO, 288, 307, 308, 309  
 leasin, 51, 358  
 leasingu ndërkombëtare, 375  
 levat financiare, 308  
 Libor, 368  
 LIBOR, 189, 351, 353, 355  
 likuidi, 37, 58, 63, 72-5, 106, 116, 124, 125, 197, 140, 143, 168, 174, 196, 202, 208, 219, 223, 234, 235, 248, 270, 300, 301, 350, 351  
 llogaria e rezultatit, 27, 29, 54, 79, 81, 95, 132, 135, 205, 314, 315, 316, 317  
 llogaritë e rregullimit aktiv dhe pasiv, 69  
 llogaritë rrjedhëse të partnerëve, 67, 207  
 marzhi tregtar, 86, 87  
 mbivlera, 33, 52, 58, 64, 206, 240, 241, 266, 298, 318  
 mbrojtjet kundër-OPB, 292  
 mbulimi me afat, 344, 348  
 MEDAF, 225, 226, 227, 228  
 metodat: vlerësimi nëpërmjet dividendeve, 225  
 metoda binomiale, 158  
 mjetet e disponueshme, 54, 58, 98, 139, 140  
 mjetet mbrojtëse gjatë OPB, 293  
 mjete i arkës, 167  
 mobilizimi i kreditimeve të lindura, 366  
 modeli i Bates, 302  
 modeli i Gordonit, 225  
 modeli i Mckinsey, 404  
 modeli i Gordonit, 302  
 Modigliani dhe Milleri-i, 230  
 muri i Kinës, 424  
 NATEXIS, 19, 213, 368, 369, 440  
 ndarja, 95, 138, 206, 221, 296, 420  
 ndikimi i ndjeshëm, 311, 312, 313, 316, 320, 405  
 ndjeshmëria, 79, 88, 91, 92, 216, 226, 228, 279, 306, 411  
 nevoja e tyre për fonde qarkullimi, 113  
 nevoja për fonde qarkullimi, 27, 77, 106, 112, 410  
 ngurtësimi, 39, 41, 99, 100, 145, 194, 207  
 ngurtësimet e patrupëzuara, 41  
 norma e bazës bankare, 170



- norma e rendimentit të brendshëm, 273, 275
- Norma Mesatare Mujore e Tregut Monetar, 171
- Norma Vjetore Monetare, 171
- normat IAS/IFRS, 34, 37, 41, 44, 49, 51, 52, 55, 57-9, 62, 65, 68, 69, 81, 82, 95, 320, 322
- normat IFRS, 35, 37
- NOSTRI, 328
- notëzimi financiar, 218
- obligacioni me bono nënshkrimi, 200, 211
- obligacione të rimbursueshme në aksione, 67, 205, 206
- obligacionet me dorëzani, 168
- obligacionet e kthyeshme, 208
- OCEANE, 211
- Oferta Publike e Tërheqjes, 291
- Oferta Publike për Blerjen, 290
- Oferta Publike për Këmbim, 290
- offsets, 376
- operacionet në monedha të huaja, 69
- opsionet e normës së interesit, 182, 186, 189
- opsionet e valutave, 346
- opsioni i normës së interesit, 189
- pagesat bankare ndërkombëtare, 326
- paradhënia në valutë, 167, 366
- pariteti i këmbimit, 291, 295, 299
- Pecking Order, 237
- përpjesëtimi, 27, 66, 87, 89, 118, 121, 122, 125, 127-31, 140, 159, 197, 199, 200, 211, 215, 227, 231, 232, 242, 246, 256, 265, 312, 315, 318, 320, 352, 405, 412
- përpjesëtimet e menaxhimit, 118, 126
- përpjesëtimet e rentabilitetit, 118, 128
- përpjesëtimet e sintezës, 118
- përpjesëtimet e sintezës ose të ekuilibrit financiar, 124
- përpjesëtimet e strukturës, 122
- përpjesëtimet e strukturës ose të gjendjes, 118, 121
- përthith, 61, 74, 86, 197, 207, 295, 353, 369, 406
- pika e vdekur, 88-91
- pjesëmarrja e punonjësve, 68, 81, 84, 102, 136, 143
- polica individuale, 361, 363
- policat globale, 361, 363
- policë abonimi, 363
- politika e dividendeve, 221, 239, 240
- pothuaj fonde të veta, 204
- pragu i rentabilitetit, 90, 91
- Price Earning Ratio, 302
- prime të emetimit, 60, 61, 198, 215
- probabiliteti, 131, 154, 210, 277, 278, 279, 282-84
- prodhimi, 37, 40, 41, 44, 49, 54, 55, 59, 62, 80, 83, 84, 86, 87, 89, 92, 95, 101, 131, 175, 244, 263, 264, 284, 298, 319, 369, 376, 385-88, 393, 397, 398
- put, 152, 157, 346, 348
- qarkullimi i kapitalit, 127
- qarkullimi i stoqeve, 126
- rentabiliteti financiar, 129, 231, 230
- rezerva e detyrueshme, 62
- rezerva e Vendeve Emergjente, 372
- rezerva për barrë, 65
- rezerva për rreziqe, 64
- rezerva për rreziqe dhe barrë, 59, 63-5, 73-7,
- rezerva për zhvlerësim, 55
- rezerva rregullatore, 60-3, 66, 73, 74-7, 137
- rezultati i jashtëzakonshëm, 80, 83, 86, 102, 314, 315, 316, 317
- rezultati bruto i shfrytëzimit, 142
- rezultati financiar, 80, 83, 95, 102, 314-17
- rezultati i shfrytëzimit, 80, 83, 86, 92, 101, 102, 231, 314-17
- rezultati i ushtrimit, 77, 84
- rezultati neto i shfrytëzimit, 61, 88, 406
- rezultati rrjedhës, 81, 86, 102
- riblerja e aksioneve, 201-03, 291, 402, 411, 412
- ritrajtimet e qasjes trashëgimore, 73
- roll over, 350
- rregullimi aktiv, 33, 59
- rregullimi aktiv e pasiv, 33
- rreziku i këmbimit, 218, 335, 343-45, 360, 362, 366, 364, 375
- rreziku i konsolidimit, 343
- rreziku i transaksionit, 343
- saldot e ndërmjetme të menaxhimit, 79, 86
- sigurimet për këmbim, 364
- sigurimi i kredisë, 360
- sigurimi kredi, 362, 363
- simulimi probabilist, 279
- sindikata e garancisë, 354
- sindikata e investimeve, 354
- skontimi me akord, 375
- skontoja me procedurë DAILLY, 166
- skontoja tregtare, 164
- Special Purpose Entities, 320
- stand by, 352, 378
- stoqet, 24, 54, 55, 64, 74, 79, 106, 112, 113, 124-26, 139, 265, 317, 318, 384
- struktura e financimit, 221, 230
- struktura financiare, 231, 240
- Subvencion investimi, 44, 60-2, 73-7, 138, 137, 141
- Swap i valutave, 346
- swap-e të normës, 182
- Swap-e të normës së interesit, 185
- SWIFT, 326, 329, 330
- shkëmbimi, 36, 51, 261, 331, 376
- shkrimja, 25, 40, 60, 61, 99, 213, 244, 287-89, 294-97, 299, 439
- shkrimja me përthithje, 294
- shkrimja e pastër, 294
- shmangia e blerjes, 319, 320, 322
- shmangia e konsolidimit të parë, 319
- shmangia e vlerësimit, 319, 320
- shtimi i kapitalit, 196, 197, 199, 202, 204, 208, 236, 293
- shtojca, 29, 32, 37, 55, 65, 67, 82, 95, 136, 215, 224, 235, 254, 265, 266, 287, 355, 364
- shtyrja e rikuperimit e aktualizuar, 270
- tabela e financimit, 27, 29, 132, 135-37, 139, 140, 146
- tabela e flukseve të kapitalit të disponueshëm, 144
- tabela shumëvjeçare e flukseve financiare, 132, 142
- tasta e fizarmonikës, 202
- tatimet e shtyra, 68
- tavani i normës së interesit, 190
- TEC, 218
- tender bond, 378
- teoria e agjencës, 233, 234, 241, 416
- teoria e sinjalit, 233, 234, 236

- teprica bruto e shfrytëzimit, 88, 86, 136, 300
- teprica e kapitalit të disponueshëm, 88, 141, 300
- tërheqja, 23, 40, 61, 63, 79, 80, 136, 137, 140, 141, 167, 173, 291, 293, 351, 352, 355
- THB, 217
- THE, 217
- THO, 217
- titujt e pjesëmarrjes, 66-8, 204, 205
- titujt e varur, 67
- TMB, 217
- TMO, 217
- tombstone, 352
- tregjet ndërkombëtare të kapitaleve, 324, 335, 349
- tregu i euromjeteve, 355
- tregu i këmbimeve, 324, 335, 338, 339
- tregu i këmbimeve me afat, 340
- tregu i këmbimeve me para në dorë, 338
- treguesi i fitimprurjes, 275
- treguesi i rentabilitetit, 275, 276, 279
- treguesi i prurjes së fitimeve, 269
- udhëtari klandestin, 422
- ushtrimet, 33, 35, 40, 49, 59, 63, 65, 68, 74, 76, 80, 118, 135, 138, 142, 191, 260, 312
- vënia në ekuivalencë, 81
- vetëfinancimi, 87, 122, 136-38, 140, 192, 194, 196, 237, 239, 376
- vlera aktuale neto, 269, 271
- vlera Aktuale Neto e Përshtatur, 284
- vlera e aksionerit, 414
- vlera e kohës, 246
- vlera e rendimentit, 304, 305
- vlera e rentabilitetit, 304, 306
- vlera e shtuar, 84, 86, 87, 88, 131
- vlera korrekte, 35, 41, 44, 51, 52, 57, 58, 62, 81, 82, 84, 322
- vlera përfundimtare, 259, 301, 302
- vlera substanciale, 298, 299
- vlera e luajtshme investimi, 58, 98, 110, 139, 146
- vlera e luajtshme, 31
- vlera për aksionerët, 25, 221, 296, 413, 414
- vlera e brendshme, 346
- vlerësimi i ndërmarrjeve, 221, 288, 297, 298
- vlerësimi i bursës, 300, 302
- vonesa e rikuperimit (ose "pay back"), 269
- zinxhiri i vlerës, 392, 393, 396, 398

Jean-Louis Amelon  
Botimi i 4-t  
i rishikuar dhe  
i zgjeruar

**DREJTIMI  
FINANCIAR**

**Gjendjet financiare – IFRS**  
**Diagnoza**  
**Politika financiare**  
**Strategjitë e rritjes**  
**Investimet**  
**Shkrirjet – Blerjet**  
**Menaxhimi ndërkombëtar**

MAXIMA  
BOTUES LAURENT DU MESNIL

**Jean-Louis Amelon**, specialist i financave, me përvojë ndërkombëtare të fituar në Bankë dhe pastaj në ndërmarrje. Pasi kaloi shumë vjet në Bankën Franceze të Tregtisë së Jashtme (NATEXIS Banques Populaires) dhe pasi botoi një vepër të parë (*Financier ses exportations*), hyri në grupin Thales, ku ka mbajtur një varg funksionesh të ndryshme: arkëtar, kontrollor i menaxhimit dhe më pas drejtor financiar i filialeve të ndryshme në Francë, në Lindjen e Mesme dhe në Shtetet e Bashkuara.

*Drejtimi financiar* është rezultat i përvojës së tij të përditshme, por gjithashtu edhe i kërkimeve në kuadrin e mësimdhënies nga ligjëratat që ka dhënë në Institutin e Lartë të Studimeve Politike të Parisit, në Shkollën e Lartë të Tregtisë në Bordo dhe në Universitetin Thales.

Idetë e shprehura në këtë vepër i përkasin vetëm autorit dhe në asnjë rast nuk kanë të bëjnë me organizatat me të cilat lidhen.

Infos/nouveautés/catalogue: [www.maxima.fr](http://www.maxima.fr)

MAXIMA  
BOTUES LAURENT DU MESNIL

**DREJTIMI FINANCIAR  
I NDËRMARRJEVE DHE I SHOQËRIVE**

Titulli i origjinalit:

Jean-Louis AMELON  
GESTION FINANCIERE  
4<sup>e</sup> édition revue et augmentée



MAXIMA, Laurent du Mesnil Editeur  
Paris 2004

E përktheu:  
Xhevat LLOSHI





DREJTIMI FINANCIAR I NDËRMARRJEVE DHE I SHOQËRIVE

JEAN-LOUIS AMELON



Copyrighted material



AMELON  
JEAN-LOUIS  
SHOQËRIVE  
DHE I  
NDËRMARRJEVE  
FINANCIAR  
I DREJTIMI

