



Universiteti i Tiranës
Fakulteti i Ekonomisë
Departamenti i Kontabilitetit



Disertacion i paraqitur nga:

Doc. MSc. Antoneta Polo

për marrjen e gradës shkencore

DOKTOR

TEMA E DISERTACIONIT

**“Metodat dhe modelet e vlerësimit të njësive ekonomike mbështetur
në treguesit ekonomiko-financiarë.”**

Udhëheqës Shkencor :

Prof. Dr. Vjollca Karapici

Kandidati:

Doc. MSc. Antoneta Polo

Tiranë, 2015



Universiteti i Tiranës
Fakulteti i Ekonomisë
Departamenti i Kontabilitetit



Disertacion

i

paraqitur nga

Znj. Antoneta Polo

për marrjen e gradës shkencore

D O K T O R

Tema : METODAT DHE MODELET E VLERËSIMIT TË

NJËSIVE EKONOMIKE MBËSHTETUR NË TREGUESIT

EKONOMIKO - FINANCIARË

Udhëheqës Shkencor : Prof.Dr. Vjollca Karapici

© Antoneta Polo

Tirane, 2015

“Shkenca, kombinuar me mendjen, na jep virtytin mendor të diturisë”

Aristoteli

DEKLARIM I ORIGJINALITETIT

Deklaroj se, ky punim, me temë “Metodat dhe modelet e vlerësimit të njësive ekonomike mbështetur në treguesit ekonomiko-financiarë.”, për marrjen e grades “Doktor”, është punimi im origjinal.

Deklaroj gjithashtu se, burimet në të cilat u mbështeta për zhvillimin e këtij punimi, janë paraqitur në mënyrë të hollësishme, duke paraqitur autorët, titujt e librave ose revistave dhe faqet përkatëse. Gjithashtu, është paraqitur në mënyrë të hollësishme, çdo site në internet, në të cilin është marrë informacioni.

Familjes time, e cila mbështet çdo

përpyetje timen!

Falënderime

Ky punim është rezultat i një përpjekjeje personale disa vjeçare. Ndhimësja ime kryesore në këtë përpjekje, ishte Prof.Dr. Vjollca Karapici. Me durim dhe këmbëngulje më udhëhoqi gjatë gjithë punës sime. Sugjerimet e saj, vërejtjet dhe mbështetja morale, ndikuan në përfundimin me sukses të këtij punimi. E konsideroj të vlefshme ta falenderoj nga zemra për ndihmën dhe mbështetjen e ofruar.

Së dyti, desha të falenderoj gjithë pedagogët e Departamentit të Kontabilitetit, të Fakultetit të Ekonomisë, të Universitetit të Tiranës, që me vërejtjet dhe sugjerimet e bëra, ndikuan në përmirësimin e cilësisë së këtij punimi.

Gjithashtu, nuk mund të lë pa falenderuar shoqen time të ngushtë, për ndihmën e pakursyer.

Në fund, desha të falenderoj me gjithë zemër bashkëshortin tim dhe fëmijët e mi për përkrahjen dhe ndihmën e madhe që më kanë dhënë që unë të përfundoja me sukses këto studime.

Nga zemra të gjithëve FALËMINDERIT!

Abstrakt

Kriza ekonomike aktuale ka ngjallur shqetësimin e investitorëve, të mëdhenj e të vegjël, lidhur me aktivitetin e tyre investues. Në një klimë të tillë pasigurie, nevoja e përcaktimit real të vlerës së njësive ekonomike është e domosdoshme. Për këtë arsye janë zhvilluar modele dhe metoda të ndryshme vlerësimi, shumica e të cilave bazohen mbi parimet bazë. Në këtë punim është bërë një përpjekje për vlerësimin e njësive ekonomike si në aspektin e performancës së tyre, nëpërmjet përdorimit të modeleve të njohura, ashtu edhe nëpërmjet zgjedhjes së metodës më të përshtatshme për përcaktimin e vlerës kontabël të njësive ekonomike shqiptare. Në këtë punim theksohet edhe një herë fakti se metoda e skontimit të flukseve monetare është metoda më e përdorshme në vlerësimin e njësive ekonomike, por në kushtet e Shqipërisë, zbatimi i saj është relativisht i vështirë. Ndërkohë, modeli Altman Z-Score vazhdon të mbetet një nga modelet bazë të parashikimit të falimentimit të njësive ekonomike, duke dhënë kështu një gjykim mbi performancën e tyre.

Në përfundim, do të jepen disa rekomandime të evidentuara gjatë këtij punimi, të cilat do të shërbejnë për analiza të tjera më të hollësishme lidhur me modelet dhe metodat e përdorura në vlerësimin e një njësie ekonomike.

Fjalët kyçe: raporti i kapitalit, vlerësimi, Altman Z- Score, metodat e vlerësimit të njësive ekonomike, model, Testi i Shpejte Kralicek.

JEL classification: M41

Abstract

The current economic crisis has raised concerns of investors, large and small, associated with their investment activity. In such a climate of uncertainty, the necessity of determining the real value of the entity is essential. For this reason, there are developed different valuation models and methods, most of which are based on the basic principles. In this paper an attempt is made to assess the economic units in the aspect of their performance, through the use of recognized models, as well as through the selection of the most appropriate method for determining the carrying amount of the Albanian economic units. In this paper is emphasized once again the fact that the method of discounted cash flows is the most used method in the evaluation of economic units, but in terms of Albania, its application is relatively difficult. Meanwhile, the Altman Z - Score model remains one of the basic models of bankruptcy forecasting of the economic units, providing a judgment on their performance.

At the conclusion of this paper there will be given some recommendations identified during this study, which will be used for other detailed analyzes associated with models and methods used in valuation of an entity.

Keywords: capital structure, valuation, Altman Z - Score, methods of evaluation of economic units, model, Quick Test Kralicek.

JEL classification: M41

Monetare.....	60
3.2.3.3. Zbatimi i përjasjes bazuar në fitim.....	63
3.3. Baza e gjithë modeleve të vlerësimit	66
KAPITULLI IV	69
NJË VËSHTRIM I PËRGJITHSHËM MBI TREGUESIT EKONOMIKO- FINANCIARË DHE ROLI I TYRE NË VLERËSIMIN E PERFORMANCËS SË NJËSIVE EKONOMIKE	70
4.1. Analiza e treguesve nëpërmjet raporteve	70
4.2. Analiza e Treguesve Kumulativë.....	71
4.2.1. Analiza Du Pont.....	72
4.2.2. Modeli Altman Z-Score.....	82
4.2.2.1. Problemet dhe kufizimet e modelit Altman Z-score..	89
4.2.3. Testi i shpejtë Kralicek.....	91
4.3. Përcaktimi i vlerës së një njësie ekonomike mbështetur në teknikën e Tabelës së Rezultateve të Balancuara. (Balanced scorecard).....	96
KAPITULLI V.....	100
ANALIZA E MODELEVE TË VLERËSIMIT TË PERFORMANCËS DHE ZGJEDHJA E METODËS MË TË PËRSHTATSHME PËR PËRCAKTIMIN E VLERËS KONTABËL TË NJË NJËSIE EKONOMIKE NË SHQIPËRI. HIPOTEZAT E NGRITURA.....	100
5.1. Lidhja ROE- Raporti i kapitalit.....	101
5.2. Modeli Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek për vlerësimin e gjendjes financiare të njësive ekonomike.....	107
5.3. Ngritja e një hipoteze për zgjedhjen e metodës së vlerësimit në Shqipëri.....	110
5.4. Avantazhet dhe disavantazhet e çdo kategorie vlerësimi.....	113
5.5. Disa gabime të rëndësishme që mund të bëhen gjatë procesit të vlerësimit.....	116
KAPITULLI VI	119
REZULTATET EMPIRIKE TË PUNIMIT DHE KONKLUSIONE TË PËRGJITHSHME LIDHUR ME TO.....	119
6.1. Konkluzione lidhur me gjetjet e punimit.....	120
6.1.1.Rezultatet e vlerësimit të lidhjes ROE- Raporti i kapitalit...	120
6.1.2.Rezultatet e vlerësimit të gjendjes financiare nëpërmjet Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek.....	121
6.1.3.Rezultatet e gjetjes së metodës më të përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike në Shqipëri.....	123
6.2. Kontributet kryesore të këtij punimi.....	126
6.3. Rekomandime për kërkime të mëtejshme	126
BIBLIOGRAFIA DHE REFERENCAT.....	128

LISTA E TABELAVE

Tabela nr. 4.1 Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë viti 2010	76
Tabela nr. 4.2 Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë viti 2011	77
Tabela nr. 4.3 Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë viti 2012	77
Tabela nr.4.4 Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësisht ekonomike, viti 2010.....	78
Tabela nr.4.5 Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësisht ekonomike, viti 2011.....	78
Tabela nr.4.6 Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësisht ekonomike, viti 2012.....	79
Tabela nr. 4.7 Vlerësimet e Testit të shpejtë Kralicek.....	93
Tabela nr. 5.1 Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2010.....	104
Tabela nr. 5.2 Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2010.....	105
Tabela nr. 5.3 Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2011.....	105
Tabela nr. 5.4 Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2011.....	106
Tabela nr. 5.5 Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2012.....	106
Tabela nr. 5.6 Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2012.....	107

LISTA E GRAFIKËVE

Grafiku 4.1	Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2010.....	80
Grafiku 4.2	Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2011.....	81
Grafiku 4.3	Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2012.....	81
Grafiku 4.4	Zbatimi i modelit Altman Z" Score për vitin 2010.....	87
Grafiku 4.5	Zbatimi i modelit Altman Z" Score për vitin 2011.....	87
Grafiku 4.6	Zbatimi i modelit Altman Z" Score për vitin 2012.....	88
Grafiku 4.7	Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2010.....	94
Grafiku 4.8.	Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2011.....	95
Grafiku 4.9	Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2012.....	95
Grafiku 5.1	Rezultati i intervistës lidhur me metodat e vlerësimit të përdorura nga njësitë ekonomike shqiptare.....	111

Kapitulli 1

HYRJE

- **Motivet për zgjedhjen e kësaj teme**
- **Qëllimi i këtij punimi**
- **Përse vlen vlerësimi i njësive ekonomike?**
- **Kujt i intereson vlerësimi?**
- **Të dhënat dhe metodologjia e punimit**
- **Struktura e punimit**
- **Gjetjet e punimit**
- **Kufizimet e punimit**

HYRJE

Kompleksiteti në rritje i problemeve bashkëkohore të shkencës financiare kërkon jo vetëm thellimin teorik në natyrën dhe kuptimin e këtyre problemeve, por më shumë në zhvillimin e metodologjive të veçanta për trajtimin e tyre në një kontekst realist, racional dhe shkencor.

Analiza financiare si një mjet për realizimin e kërkimeve mikro-makro ekonomike bazë, na mundëson që në shumë raste të nxjerrim përfundime të dobishme në lidhje me veçoritë e biznesit dhe nëpërmjet tyre të udhëhiqemi në marrjen e vendimeve të biznesit dhe investimeve. Struktura e kapitalit është e lidhur direkt me vendimet financiare të një njësie ekonomike. Ajo konsiston në borxhin dhe kapitalin e përdorur për të financuar një njësi ekonomike. Studjuesit e ndryshëm shkencorë vazhdojnë të analizojnë strukturën e kapitalit duke u përpjekur të përcaktojnë nëse ekziston një strukturë optimale e kapitalit. Një strukturë optimale e kapitalit zakonisht përcaktohet ajo që do të minimizojë koston e kapitalit të njësisë ekonomike ndërsa maksimizon pasurinë e aksionerëve ose ortakëve. Shumë teori bazohen në supozimin se qëllimi i një njësie ekonomike duhet të jetë maksimizimi i pasurisë së aksionerëve ose ortakëve aktualë. Një nga elementët kryesorë që përdoret në funksion të kësaj ideje janë raportet financiare, të cilat përdoren zakonisht për të matur performancën e njësisë ekonomike. Në këtë studim, midis të tjerash, do të tregojmë se ekziston një lidhje e rëndësishme midis ROE dhe raportit të kapitalit.

Procesi i vlerësimit zë një vend të rëndësishëm në fushën e analizës financiare. Ky proces çon palët e interesuara në nxjerrjen e përfundimeve në lidhje me perspektivën e ardhshme, të qëndrueshmërisë dhe përfitueshmërisë të një njësie ekonomike, si duke krahasuar të dhënat bazë të saj, ashtu edhe përmes krijimit të standardeve. Gjithashtu, procesi i vlerësimit është, në shumë raste i nevojshëm për të përcaktuar gjendjen e aksioneve në bazë të çmimit të tregëtimit, të mbivlerësuar apo nënvlerësuar, si dhe për identifikimin e mundësive investuese. Nuk mund të ketë dyshim se procesi i vlerësimit është një mjet i domosdoshëm për vlerësimin e ngjarjeve të biznesit dhe në veçanti, për sa i përket efekteve që ka në vlerën e biznesit veprimi i bashkimit dhe blerjes. Për më tepër, zbatimi i teknikave të vlerësimit është një mekanizëm i rëndësishëm për dialog midis menaxhimit të një njësie ekonomike, aksionerëve, ose të analistëve për çështje që ndikojnë në vlerën e saj. Ai gjithashtu përbën një mjet të rëndësishëm për vlerësimin e strategjive

alternative të njësisë ekonomike. Në këtë punë kërkimore, janë analizuar pikëpamjet e pranura në shkallë ndërkombëtare në lidhje me kuptimin, qëllimin dhe procesin e zbatimit të analizës financiare në përgjithësi dhe analizës së pasqyrave financiare, në veçanti, si dhe procesit të vlerësimit të njësive ekonomike. Gjithashtu, si për analizën dhe për vlerësimin e njësive ekonomike, tregohen në masën e mundshme elementët më modernë teorikë me zbatimet praktike të tyre. Në këtë punë kërkimore jemi përpjekur ta shikojmë dhe analizojmë njësinë ekonomike në dy këndvështrime vlerësimi: në vlerësimin e performancës së saj, duke zbatuar dy nga modelet më të rëndësishme të vlerësimit, modeli Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek, dhe nga ana tjetër, në përcaktimin e metodave më të përshtatshme të përdorura në njësitë ekonomike shqiptare, për vlerësimin e vlerës kontabël të kapitaleve të tyre.

1.1. Motivet për zgjedhjen e kësaj teme

Duke u përpjekur të bëjmë një përjasje në kuptimin e analizës së pasqyrave financiare dhe qëllimit për të cilin ajo u konceptua, mund të themi se ajo është një mjet shumë i rëndësishëm në marrjen e vendimeve të biznesit. Është informacioni që vjen nëpërmjet numrave, që e bën analizën e pasqyrave financiare "udhëzues" të dobishëm në duart e pronarëve, analistëve, konsulentëve të biznesit, investitoreve dhe bankierëve, në mënyrë që ata të udhëhiqen në marrjen e vendimeve të drejta lidhur me aktivitetet investuese, financimin e aktiviteteve dhe në përgjithësi, për çdo lloj operacioni biznesi. Megjithatë, pasqyrat financiare të publikuara nga një njësi ekonomike jo gjithmonë reflektojnë pozitën aktuale financiare të vërtetë. Kjo ndodh zakonisht për arsye që lidhen me taksat, me kapacitetin e kredive, me marrëdhëniet drejtor - vartës, marrëdhëniet e përgjithshme me shtetin dhe për çdo arsye tjetër taktike dhe strategjike të lidhur me biznesin.

Përveç kësaj, informacioni i hedhur në shifrat e pasqyrave financiare nuk është gjithmonë material i gatshëm për përpunim dhe analizë. Gjithashtu, vetë shifrat zakonisht nuk pajisin me informacione të rëndësishme të interesuarin. Për këtë arsye, duhet që çdo njëra prej tyre, të diskutohet në lidhje me të tjerat, duke krijuar marrëdhënie logjike midis tyre. Zakonisht, pasqyrat financiare janë burimet e informacionit për të gjithë ata të interesuar që ndodhen jashtë njësisë ekonomike (përdoruesve të jashtëm), për shembull, analistët e jashtëm, konsulentët, akademikët

dhe studentët, klientet, furnitorët dhe publiku i gjerë. Është e qartë se, çdo person i jashtëm ka qëllimin e tij, i cili rrjedh nga interesat e veta. Përmbushja e interesave të çdo pale të jashtme, do të bëhet përmes interpretimit të duhur të vlerave numerike që mund të nxirren nga pasqyrat financiare të publikuara. Këto informacione për t'i kthyer në të dobishme, për nxjerrjen e konkluzioneve, duhet të përpunohen me mjetet dhe teknikat e duhura.

Kriza ekonomike aktuale ka provokuar shqetësimin e investitorëve, të vegjël e të mëdhenj, në lidhje me aktivitetin e tyre investues. Në një klimë të tillë pasigurie, nevoja e përcaktimit të vlerës së vërtetë të njësisë ekonomike është e domosdoshme.

Në mënyrë që të eliminohet kjo pasiguri, investitorët shpesh lidhen me konsulentë investues, të cilët zakonisht zotërojnë një informacion të bollshëm dhe propozime të bazuara në një ose më shumë modele vlerësimi. Bazuar në faktin që çdo model jep vlerësimin e vet, pyetja që lind është: cili model është më i besueshmi? Përgjigjja për këtë pyetje nuk është kaq e thjeshtë, zgjedhja e modelit të duhur ndryshon nga njëra njësi ekonomike në tjetrën, sepse madhësitë themelore që ilustrojnë krijimin e vlerës, ndryshojnë në përputhje me karakteristikat konkrete të çdo njësie ekonomike dhe të degës në të cilën ajo vepron.

Veç kësaj, antagonizmi i vazhdueshëm në rritje, tashmë në një mjedis të globalizuar, çon mjaft njësi në blerjen e njësisive ekonomike të tjera, për të hyrë në tregje ose fusha të reja aktiviteti, në bashkimin e disa të tjerave, për shfrytëzimin e përfitimeve, në hyrjen në tregje financiare të organizuara, në kërkimin e investitorëve strategjikë, për përmirësimin e situatës së tyre financiare dhe zhvillimit të projektit të tyre investues. Rol kryesor në realizimin e gjithë këtyre objektivave luan procedura e vlerësimit. Ky vlerësim, në punimin tonë është trajtuar në dy aspekte kryesore. Së pari, janë aplikuar dy nga modelet më të njohura të analizës së pasqyrave financiare, konkretisht, Modeli Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek. Nëpërmjet një analize të detajuar të këtyre dy modeleve dhe vërtetimit të ekzistencës së lidhjes mes tyre, është dhënë një konkluzion për performancën e njësisive ekonomike të kampionit tonë. Së dyti, është treguar, nëpërmjet vërtetimit të njëjës prej hipotezave të ngritura, se cila është metoda më e përshtatshme për përcaktimin e vlerës kontabël të njësisive ekonomike shqiptare.

1.1.1. Qëllimi i këtij punimi

Ky punim përpiqet të bëjë një studim të modeleve dhe metodave bazë të vlerësimit të zhvilluara deri tani, të cilat, nga njëra anë, fokusohen në vlerësimin e njësive ekonomike në bazë të vlerës kontabël, tregut dhe fitimit. Nga ana tjetër, punimi kërkon të bëjë një vlerësim të njësive ekonomike, nga pikëpamja e performancës së tyre. Nuk ekziston një model përgjithësisht i pranuar, ose metodë vlerësimi, të paktën deri tani, përderisa shkencëtarët dhe kërkuesit e ndryshëm, por edhe analistët ekonomikë, përdorin për çdo rast të veçantë, metodën që ata konsiderojnë më shumë të pranueshme.

Gjithashtu, ky studim do të analizojë teoritë dhe të shqyrtojë përfaqset e metodave të vlerësimit të njësive ekonomike, si dhe disa nga modelet më të përdorura për vlerësimin e performancës së tyre. Kjo do të realizohet nga një studim i hollësishëm i literaturës. Një nga qëllimet e studimit të literaturës, është të analizojë përdorimin e metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF) në vlerësimin e njësive ekonomike, gjithashtu, për të shqyrtuar dobësitë e metodës dhe arsyet e këtyre dobësive. Më tej, studimi do të kryhet për të gjetur argumentet për zgjidhjet e këtyre problemeve dhe përcaktimin e një metode të përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike në Shqipëri.

Për të plotësuar qëllimet e mësipërme në këtë punim janë ngritur dhe do të testohen hipotezat e mëposhtme:

1. Ekziston një lidhje midis raportit të kapitalit dhe kthimit mbi kapitalin (ROE).
2. Ekziston një lidhje midis Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek që përforcon konkluzionin e nxjerrë për situatën financiare në të cilën ndodhet një njësi ekonomike.
3. Nuk preferohen njësoj dy metoda të ndryshme vlerësimi nga ana e drejtuesve të një njësie ekonomike.
4. Metoda më e preferuar më shumë në Shqipëri, për vlerësimin e një njësie ekonomike është metoda që bazohet në vlerën kontabël.

Duke qenë të ndërgjegjshëm për ekzistencën e një sërë faktorëve që do të analizohen në këtë punim, do të shpjegojmë se cila është metoda më e përdorshme,

sot për sot, nga njësite ekonomike shqiptare. si dhe modelet e vlerësimit të performancës së tyre..

1.1.2. Përse vlen vlerësimi i njësive ekonomike?

Është e qartë se qëllimi bazë i përcaktimit të vlerës së një njësie ekonomike, nëpërmjet procedurës së vlerësimit, është nga njëra anë llogaritja e vlerës aktuale të saj, pra asaj që ekziston tani, dhe nga ana tjetër, një parashikim sa më të mire të mundshëm të performancës së ardhme, pra asaj që pritet të realizohet. Në këto llogaritje, gjithmonë duhet të mbahet parasysh dhe të merret në konsideratë faktori risk.

Vlerësimi i njësive ekonomike ka një fushë të gjerë zbatimi dhe luan rol të ndryshëm, në varësi të individit dhe qëllimit të kryerjes së vlerësimit. Në përgjithësi, arsyet bazë të kryerjes së procesit të vlerësimit të njësive ekonomike janë: blerja dhe bashkimi, manaxhimi i portofolit dhe manaxhimi financiar i njësive ekonomike¹. Le të flasim më gjerësisht për secilën:

➤ *Blerja dhe bashkimi*: në këte rast, kontributi i vlerësimit qëndron në faktin se njësia ekonomike e interesuar do të duhet të vendosë duke u mbështetur në një vlerë të drejtë (fair value) për njësinë ekonomike që ajo synon. Nga ana tjetër, njësia ekonomike e synuar, do të duhet të përcaktojë një vlerë logjike për veten e saj, për të vendosur nëse do pranojë apo do të refuzojë ofertën. Është logjike që ka dhe faktorë të tjerë, të cilët duhet të merren parasysh në një blerje siç janë pasojat e bashkëpunimit në vlerën e të dy njësive ekonomike, ose efektet në vlerë nga ndryshimi i manaxhimit dhe riorganizimi i njësisë ekonomike të synuar. Një problem i rëndësishëm, në vlerësimin e një njësie ekonomike, në rast blerjeje, janë paragjykimet e palëve të interesuara, të cilat ndikojnë në mënyrë të konsiderueshme në objektivitetin e llogaritjeve. Kështu, nëse njësia ekonomike e synuar dallohet për optimizëm të tepruar, përse i përket përcaktimit të vlerës së saj, do të përpiqet të bindë aksionerët se çmimi i ofruar është i ulët. Në të njëjtën mënyrë, në rastin kur njësia ekonomike e interesuar është e vendosur të shkojë në blerje për arsye strategjike, ka mundësi të

¹A. Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>

ushtrojë presion të madh të vlerësuesit, në mënyrë që rezultatet e vlerësimit të sigurojnë blerjen.

➤ *Manaxhimi i portofolit*: roli i vlerësimit në këtë rast, sipas Damodaran (2002) varet së pari nga vetë investitori. Gjithashtu ekzistojnë kontradikta midis investitoreve aktivë, pasi interesat, qëllimet dhe pritshmëritë e çdo grupi të tillë, kanë ndryshime të rëndësishme. Në rastin e manaxhimit të portofolit vlerësimi përdoret për krahasimin e vlerës së dhënë mbi bazën e çmimit të aksionit në bursë dhe vendimit për shitje, blerje apo ruajtjen e aksioneve. Gjithashtu, vlerësimi përdoret për krahasimin e aksioneve të njësive ekonomike të ndryshme.

➤ *Manaxhimi financiar i njësive ekonomike*: vlerësimi në këtë rast do të luajë një rol të rëndësishëm në njohjen e faktorëve kryesorë të krijimit të vlerës së njësisë ekonomike. Gjithashtu, duke patur parasysh faktin se qëllimi objektiv aksionerëve është maksimizimi i vlerës së njësisë ekonomike, kuptohet që çdo vendim ekonomik apo strategjik është i lidhur direkt me vlerën e njësisë ekonomike. Kështu, vlerësimi i njësisë ekonomike apo i një pjese të saj, në rastin e planifikimit strategjik ka përparësi në raport me vendimet për vazhdimin e një aktiviteti, shitjen, zhvillimin, bashkimin apo blerjen e njësive të tjera. Gjithashtu, vlerësimi i njësive të ndryshme ekonomike, është i një rëndësie të veçantë për vendimmarrjen lidhur me çështjen se cilat produkte, linja prodhimi, klientë etj. duhet të zhvillohen apo të braktisen. Damodaran thekson se kuptimi i kësaj lidhjeje është çelsi për marrjen e vendimeve ekonomike apo vendimeve të riorganizimit që ndikojnë pozitivisht apo negativisht në vlerën e njësisë ekonomike.

1.1.3. Kujt i intereson vlerësimi?

Kujt i intereson vlera e një njësie ekonomike, pronarit, kreditorëve të tij, klientëve, furnitorëve, të punësuarve, aksionerëve të saj, shoqërisë, Degës së Tatim Taksave, pra të gjithë atyre që kanë interesa direkte apo indirekte me këtë njësi ekonomike, apo atyre që duan ta blejnë atë? (Fig.1.1) Përgjigjja do të ishte “të gjithëve”. Megjithatë, vlera e këtij informacioni nuk është e njëjtë për të gjithë. Secili prej grupeve të mësipërm mund të marrë vendime krejt të ndryshme, bazuar në këtë informacion. Kështu:

- **Pronari** duhet të njohë ecurinë e njësisë ekonomike të tij dhe mbi këtë bazë të marrë vendime strategjike për zhvillimin e saj të mëtejshëm ose jo, për marrjen e kredive etj.
- **Drejtorët** janë të interesuar për përcaktimin e niveleve të pagave – shpërblimeve, marrjen e vendimeve strategjike etj.
- **Të punësuarit** janë të interesuar për të përcaktuar nivelin e shtimit të pagës, shtesave etj.
- **Aksionerët** janë të interesuar për të investuar ose jo në këtë njësi ekonomike.
- **Kreditorët** janë të interesuar për përcaktimin e interesit dhe kushteve të tjera të kredidhënies.
- **Klientët** janë të interesuar për sigurimin e besueshmërisë së njësisë ekonomike dhe vazhdimin e furnizimit të produkteve dhe shërbimeve.
- **Furnitorët** janë të interesuar për formulimin e strategjisë së kreditimit.
- **Kontabilistët dhe drejtorët ekonomikë** duhet të njohin vlerën e njësisë ekonomike në mënyrë që të jenë në gjendje të përcaktojnë taktikat dhe politikat e saj për të rritur vlerën e saj, pasi kjo është edhe një nga qëllimet e funksionimit të departamentit të kontabilitetit.
- **Auditët e brendshëm** janë të interesuar për përcaktimin e objektivave të secilit departament dhe masat e vlerësimit të tyre.
- **Auditët e jashtëm** janë të interesuar për identifikimin e rezultateve dhe të dhënave të përlllogaritura, ruajtjen e individëve investues etj.
- **Këshilltarët dhe agjencitë e sigurimit** janë të interesuar për përcaktimin e vlerës në dispozicion dhe mbrojtjen e individëve investues.
- **Dega e Tatim Taksave** është e interesuar për përcaktimin e të ardhurave të tatueshme dhe vlerës neto.
- **Shoqëria** është e interesuar për përcaktimin e përgjegjësisë shoqërore të njësisë ekonomike dhe rritjen e pasurisë kombëtare.

Për të gjitha grupet e përmendura më sipër, vlera e një njësie ekonomike përbën një moment kryesor të procedurës së vendimmarrjes dhe përcakton sjelljen e tyre ndaj saj. Jo të gjitha këto grupe të interesuarish llogarisin të njëjtët tregues dhe kanë të njëjtin perceptim të vlerës së njësisë ekonomike. Në varësi të veçantive të pozicionit të tyre çdo kategori ka kriteret e veta të vlerës. Kështu, disa mjaftohen në fitimin kontabël, disa në llogaritjen e flukseve të mjeteve monetare, të tjerë kërkojnë

përshtatjen e fitimit kontabël për paraqitjen më të mirë të gjendjes ekonomike të njësisë ekonomike dhe të tjerë interesohen vetëm për fitimet reale.

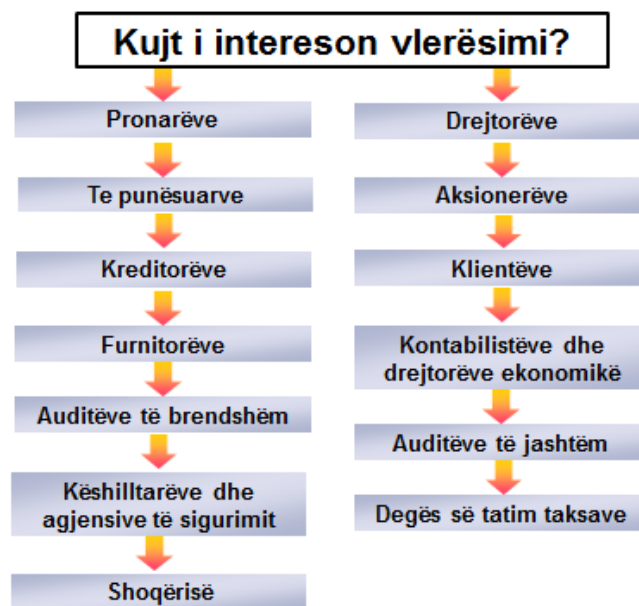


Fig.1.1. Grupet e interesuar për vlerësimin e një njësie ekonomike

Metodat e vlerësimit, në nivel teorik dhe praktik, nuk ndryshojnë nga metodat që ndiqen nga analistët për vlerësimin e projekteve investuese për njësi ekonomike të reja, ose për vlerësimin e aktivitetetve ekzistuese ose të reja në të njëjtat njësi. Ndryshimet bazë konsistojnë në faktin që vlerësimi i projekteve investuese bëhet vetëm mbi bazën e fitimit të pritshëm të tyre, ndërsa vlerësimi i njësisive ekonomike ekzistuese përfshin edhe metoda kontabël për matjen e pozicionit neto. Gjithashtu, vlerësimi i projekteve investuese bëhet vetëm mbi bazën e performancës së ardhshme, ndërsa disa nga metodat e vlerësimit të njësisive ekonomike përdorin dhe të dhënat e viteve të kaluara.

1.2. Të dhënat dhe metodologjia e punimit

Qëllimi i këtij punimi është të paraqesë rëndësinë e përdorimit të modeleve ekonomike për vlerësimin e performancës së njësisive ekonomike dhe zgjedhjen e

metodës më të përshtatshme të përcaktimit të vlerës kontabël të njësive ekonomike shqiptare.

Punimi e shikon vlerësimin e një njësie ekonomike në dy aspekte: në aspektin e performancës dhe aspektin e zgjedhjes së metodës më të përshtatshme për llogaritjen e vlerës kontabël të një njësie ekonomike.

Objekt i studimit tonë janë njësi ekonomike, të vogla e të mesme, prodhuese e tregëtare, që ushtrojnë aktivitetin e tyre në rrethet Gjirokastrë, Sarandë, Tepelenë, Përmet, Vlorë Berat, Fier. Marja në konsideratë e këtyre lloj njësish ekonomike lidhet me faktin se, ato zënë, sipas INSTAT, mbi 90% të gjithë njësive ekonomike që ushtrojnë aktivitetin e tyre në Shqipëri. Për shkak të pamundësisë së sigurimit të të dhënave të plota (pasqyrat financiare të tyre dhe çdo raport tjetër ndihmës) për shumë njësi ekonomike, analiza e dy hipotezave të para është mbështetur në të dhënat e marra nga pasqyrat financiare të 44 njësive ekonomike. Për këto njësi kemi grumbulluar informacion për një periudhë 3-vjeçare 2010-2012.

Po për arsye të vështirësisë së grumbullimit të të dhënave, për testimin e dy hipotezave të tjera, si bazë është përdorur intervista me 100 njësi ekonomike të tjera, përsëri të mesme e të vogla, prodhuese e tregëtare, që ushtrojnë aktivitetin e tyre në rrethet e mësipërme, ku secila prej tyre ka deklaruar metodën që përdor për të bërë këtë vlerësim, ose cilën prej metodave preferon të përdorë në rast se do të bëjë vlerësim.

Kjo intervistë është realizuar nëpërmjet telefonit apo e-mail-it.

Të dhëna të tjera dytësore janë përdorur për të vlerësuar vlerën e variablave të varur ashtu si edhe vlerën e variablave shpjegues të pavarur. Arkivat, raportet dhe dokumenta të ndryshëm janë shembull i burimeve të tilla dytësore. Në rastin kur informacioni mungon (në Shqipëri ka mungesë informacioni përse i përket mënyrës së vlerësimit të njësive ekonomike), të dhënat plotësuese janë mbledhur duke përdorur raporte të vlefshme nga literaturë e huaj, e cila është mjaft e pasur në këtë fushë si dhe në internet. Të dhënat janë përpunuar nga statistikat përshkruese duke përfshirë medianën, deviacionin standard dhe statistikat si korrelacioni etj. Pasi u mbledhën të dhënat e nevojshme, u analizuan në Excel, në programin Data Analysis-regresion, u llogaritën variablat dhe korrelacioni midis variablave të varur e të pavarur duke përdorur koeficientin e korrelacionit. Një nga konstatimet e këtij punimi, mbështetur

në literaturën e përdorur, si të huaj, ashtu edhe shqiptare, është se nuk ka një klasifikim të vetëm të metodave të vlerësimit, e cila të jetë e pranuar nga gjithë bota akademike dhe analistët, por nga ana tjetër ekziston një konvergim pikëpamjesh përsa i përket zbatimit dhe kufizimeve të tyre. Për nevojat e këtij punimi përzgjedhëm, krahas metodave të vlerësimit të një njësie ekonomike edhe disa modele vlerësimi, për të përcaktuar në këtë mënyrë jo vetëm vlerën e një njësie ekonomike nga pikpamja kontabël, por edhe pozitën financiare të saj. Më konkretisht, nëpërmjet këtij punimi do t'i përgjigjemi një sërë pyetjeve, si:

- Cila është efiçenca e kapitaleve të veta për njësitë ekonomike të marra në analizë?
- Çfarë vështirësish financiare mund të kenë ato?
- Cila është metoda më e përdorur sot në Shqipëri për përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike?

Pikërisht nëpërmjet modelit Du Pont, Modelit Altman Z-Score dhe Testit të shpejtë Kralicek iu është dhënë përgjigje jo vetëm këtyre pyetjeve, por edhe shumë të tjerave që kanë lindur gjatë zhvillimit të këtij punimi. Nëpërmjet një modeli regresioni të thjeshtë linear do të nxjerrim rëndësinë e lidhjes për gjithë popullatën dhe jo vetëm për zgjedhjen, përsa i përket vërtetësisë së hipotezës sonë mbi lidhjen ROE – raporti i kapitalit.

Metodologjia e ndjekur, përsa i takon pjesës së metodave të vlerësimit, në këtë punim, fillimisht konsiston në grupimin e metodave të vlerësimit në tre kategoritë kryesore, brenda të cilave evidentohen më vete, metodat më të përhapura për çdo kategori. Kështu, mbështetur në një nga autorët që ka shkruar aq shumë për vlerësimin e njësive ekonomike, A. Damodaran, ndarja e metodave të vlerësimit do të bëhet në tre kategori :

- a. Metoda që bazohen në vlerën kontabël
- b. Metoda që bazohet te tregu
- c. Metoda që bazohen në të ardhura (kryesisht, metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare).

Në këtë punim theksohet rëndësia e veçantë e metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare, si një metodë që përdoret gjerësisht sot në botë si nga njësitë ekonomike të mëdha dhe të listuara në bursë, ashtu edhe nga ato të palistuarat.

Gjithashtu, për të kuptuar më qartë procesin e vlerësimit të një njësie ekonomike, në këtë punim, është parë e arsyeshme të paraqiten edhe disa të ashtuquajtura “mite”, të cilat lidhen me procesin e vlerësimit.

Nëpërmjet një analize të thelluar statistikore dhe përdorimit të Metodës Joparametrike të Kriterit të Shenjave për rastin e zgjedhjes së madhe, do të përcaktojmë qartë metodën e vlerësimit që përdoret për vlerësimin e një njësie ekonomike në Shqipëri

Literatura e përdorur në funksion të këtij punimi është kryesisht literaturë e huaj, libra, studime dhe artikuj të ndryshëm të autorëve me bashkëkohorë, profesorëve dhe analistëve të ndryshëm të botës akademike. Një ndihmesë në funksion të këtij punimi, është edhe literatura shqiptare, kryesisht e Profesorëve të Fakultetit të Ekonomisë së Universitetit të Tiranës.

Gjithashtu, site-t e ndryshme në internet janë një burim tjetër informacioni në shërbim të këtij punimi.

1.3. Struktura e punimit

Ky punim përbëhet nga gjashtë kapituj.

Kapitulli i parë (Hyrje) përmban një sqarim të shkurtër të temës së kërkimit, motivet për zgjedhjen e kësaj teme dhe përcakton në mënyrë të qartë, si qëllimin ashtu edhe objektivin e saj. Më konkretisht, analizohet në mënyrë të hollësishme metodologjia dhe burimi i të dhënave, gjetjet kryesore dhe kufizimet e këtij punimi.

Kapitulli i dytë (Shqyrtimi i literaturës) evidenton përpjekjen tonë për të përshkruar idetë kryesore të bazuara shkencërisht, që përbëjnë një bazë mbi të cilën do të zhvillohet ky punim.

Kapitulli i tretë (Kuptimi, procedura dhe kategoritë e modeleve të vlerësimit) evidenton më konkretisht procesin e vlerësimit dhe disa mite lidhur me këtë proces. Gjithashtu përshkruhen përfaqset kryesore të vlerësimit dhe baza e gjithë modeleve të vlerësimit.

Kapitulli i katërt (Një vështrim i përgjithshëm mbi treguesit ekonomiko-financiarë dhe vlerësimin e njëjësive ekonomike) analizon në mënyrë të hollësishme treguesit kryesorë ekonomiko-financiarë për vlerësimin e performancës financiare të

një njësie ekonomike. Kështu nëpërmjet analizës Du Pont, Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek bëhet një analizë e plotë e performancës së njësive ekonomike të kampionit tonë.

Kapitulli i pestë (Analiza e modeleve të vlerësimit të performancës dhe zgjedhja e metodës më të përshtatshme për përcaktimin e vlerës kontabël të një njësie ekonomike në Shqipëri. Hipotezat e ngritura) paraqet nëpërmjet ngritjes dhe testimit të hipotezave, nga njëra anë, lidhjen ROE – Raporti i kapitalit dhe lidhjen midis dy modeleve, Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek në vlerësimin e performancës së një njësie ekonomike dhe nga ana tjetër, ngritjen e hipotezave, që tregojnë se cila është metoda më e përdorshme në Shqipëri për vlerësimin e njësive ekonomike.

Kapitulli i gjashtë (Rezultatet empirike të punimit dhe konkluzione të përgjithshme) paraqet rezultatet e këtij punimi, të bazuara në metodologjinë e kapitullit të mëparshëm. Rezultatet që do të paraqiten, i takojnë rasteve që thamë se do të analizojmë në kapitullin e mëparshëm.

Së fundi, arrijmë në evidentimin e disa konkluzioneve dhe rekomandimeve të përgjithshme. Këto konkluzione analizohen në përputhje me rregullat, qëllimin dhe synimin që kishim përcaktuar fillimisht.

1.4. Gjetjet kryesore të punimit

Nëpërmjet studimit të literaturës në fushën e vlerësimit të njësive ekonomike dhe gërshetimit të saj me analizën empirike u arrit në disa gjetje të rëndësishme të këtij punimi.

Nëpërmjet punimit tregohet se një nga treguesit e rëndësishëm të performancës së një njësie ekonomike, siç është ROE, është i lidhur në një masë të konsiderueshme, në një lidhje negative me raportin e kapitalit. Duhet të theksojmë se në vlerën e ROE, përveç faktorëve të analizuar nëpërmjet analizës Du Pont, u shqyrtua edhe ndikimi i raportit të kapitalit, të shprehur nga raporti i kapitalit të vet me totalin e burimeve të një njësie ekonomike. Sa më e madhe të jetë vlera e kapitalit të vet në totalin e burimeve të një njësie ekonomike, aq më e vogël do të jetë ROE e saj.

Nëpërmjet përdorimit me sukses të Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek, në këtë punim është dhënë një ide e qartë për pozitën financiare të njësive ekonomike të marra si kampion, shkallën e riskut dhe paaftësisë paguese që prek secilën prej tyre, duke bërë një pozicionim të saktë të tyre në treg.

Ajo që kuptohet qartë është se metodat që përmbajnë elementë kontabël të njësive ekonomike, si për shembull, kapitalet e veta, sigurojnë për çdo studjues rezultate më të sakta dhe më të besueshme. Për këtë arsye, në njësitë ekonomike shqiptare të kampionit të intervistuar, metoda më e përdorshme e vlerësimit ishte metoda e bazuar në vlerën kontabël, e cila konsiderohet si metoda më e përdorshme sot për sot në Shqipëri.

Ky punim përbën një kontribut modest në literaturën shqiptare për problemin e vlerësimit të performancës dhe zgjedhjes së metodave të llogaritjes së vlerës së një njësie ekonomike.

1.5. Kufizimet e këtij punimi

Pavarësisht përpjekjes sonë për realizimin e një punimi sa më të plotë dhe të saktë, ekzistojnë disa kufizime në këtë punim.

Së pari, për të përdorur me sukses metodat e vlerësimit, konkretisht, metodën me të rëndësishme, të konsideruar nga autorët më bashkëkohorë, siç është metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, mungojnë të dhënat e sakta, pasi në Shqipëri nuk ekziston një treg i listuar kapitali dhe në këtë mënyrë llogaritja e treguesve bazë për përdorimin e kësaj metode, si norma e rritjes, primi i riskut etj., është mjaft e vështirë. Kësaj vështirësie i shtojmë edhe faktin e vështirësisë së sigurimit të të dhënave nga njësitë ekonomike. Pjesa dërmuese e tyre, nuk ka një informacion lidhur me ekzistencën dhe le më pastaj, përdorimin e kësaj metode në vlerësim.

Së dyti, literatura e përdorur për nevojat e këtij punimi është kryesisht e huaj, pasi studime të mirëfillta të autorëve shqiptarë në këtë drejtim nuk ka, përjashtuar ekzistencën e një punimi nga Prof.Asoc. Rezarta Perri, lidhur me një aspekt të punimit tonë. Në këtë mënyrë, burimi kryesor i informacionit ka qenë literatura e huaj, me modelet përkatëse të cilat jemi përpjekur t'i aplikojmë në kushtet shqiptare, duke qenë koshient për vështirësitë e përshtatjes.

Kapitulli 2

SHQYRTIMI I LITERATURËS

- **Struktura e kapitalit dhe performanca e një njësie ekonomike**
- **Vlerësimi i njësive ekonomike**
- **Përshtatja e metodave të vlerësimit**
- **DCF si metoda më e mirë për vlerësimin e njësive ekonomike**
- **Disa pyetje dhe “mite” që ngrihen lidhur me vlerësimin**

Shkenca dhe praktika e vlerësimit, si një degë relativisht e re ka njohur një zhvillim të madh vitet e fundit. Kërkues dhe akademikë të ndryshëm kanë paraqitur pikëpamjet dhe teoritë e tyre në këtë fushë. Ekziston një bibliografi e pasur në këtë drejtim.

2.1. Struktura e kapitalit dhe performanca e një njësie ekonomike

Vendimet financiare janë një nga fushat më kritike për drejtuesit financiarë. Kjo ka ndikim direkt në strukturën e kapitalit dhe performancën financiare të një njësie ekonomike. Struktura e kapitalit është e lidhur ngushtë me vendimet financiare të njësisë ekonomike. Ajo konsiston në borxhin dhe kapitalin e përdorur për financimin e saj. Kërkuesit e ndryshëm shkencorë vazhdojnë të analizojnë strukturën e kapitalit duke u përpjekur të përcaktojnë nëse ekziston një strukturë optimale e kapitalit. Si *nje strukturë optimale e kapitalit zakonisht përcaktohet ajo strukturë e cila do të minimizojë koston e kapitalit të njësisë ekonomike ndërsa maksimizon pasurinë e aksionerëve.*

Duke qenë se kërkimi në përmbajtjen e strukturës së kapitalit, është një nga qëllimet e këtij punimi, ai jep një kontribut në literaturë në këtë fushë, sepse kjo është një përpjekje për të paraqitur praktikën e strukturës së kapitalit të njësisë ekonomike që operojnë në një mjedis unik. Ky është mjedisi në të cilin ka një normë takse të caktuar të njësisë ekonomike dhe një sistem tregu financiar që nuk është shumë eficient. Mungesa e efijencës së tregut do të thotë që fluksi i informacionit nuk është objektivisht i vlefshëm për të gjitha grupet e të interesuarve. Sidoqoftë, para se të vëzhgojmë në hollësi të njësisë ekonomike të marra në analizë do të jetë më e përshtatshme të rishikojmë literaturën në dispozicion për këtë çështje, për të parë nëse rezultatet e nxjerra nga analiza janë në përputhje me trendin në strukturën e kapitalit. Shumica e kërkimeve shkencore mbi strukturën e kapitalit kanë përdorur të dhëna nga njësitë ekonomike evropiane e amerikane. Ky studim ofron një mundësi për të provuar vlefshmërinë e të dhënave të mësipërme dhe nëse paraqitja financiare e njësisë ekonomike shqiptare mund të shpjegohet nga teoria e financave.

Informacioni që merret nga pasqyrat e ndryshme financiare është mjaft i rëndësishëm në vlerësimin e gjendjes ekonomiko-financiare të një njësie ekonomike. Ky informacion shërben si “hartë” për të treguar destinacionin e duhur, për të arritur qëllimin që analisti i vë vetes.

Damodaran (2010), ka theksuar se për analizën e treguesve ekonomiko-financiarë dhe vlerësimin e një njësie ekonomike, një rëndësi të madhe merr vlerësimi i riskut. Në kushtet e sotme risku është një kërcënues direkt i “jetës” së saj.

Gentry, Reilly, Hank, (2007) theksojnë se analiza e treguesve ekonomiko-financiarë është e rëndësishme për të bërë parashikimin financiar dhe për të mësuar mënyrën e interpretimit të rezultateve të këtij parashikimi. Interpretimi është momenti më i rëndësishëm i analizës së treguesve financiarë.

ROE si një nga treguesit më të rëndësishëm financiarë, është trajtuar vazhdimisht në studime të ndryshme nga studjues dhe analistë. Një nga mjetet më të njohura të analizës së përfitueshmërisë së njësisë ekonomike është modeli Du Pont. Sipas **Won(2007)**, përdorimi i analizës së përfitueshmërisë të kapitaleve të veta (ROE analysis), nëpërmjet modelit Du Pont, konsiston në mundësinë e parashikimit të përfitueshmërisë, ndërsa sipas **Fairfield &Yohn (2001)** ky model konsiston në analizën e përfitueshmërisë së kapitaleve të veta nëpërmjet analizës së raporteve individuale me anë të ekuacionit të modifikuar dhe zgjeruar Du Pont.

Modeli Du Pont përbën një nga sistemet e zbatuar të raporteve që bazohet në raporte individuale **Anderson & Adam (2004)**. Raporti shpreh lidhjen midis elementëve të bilancit ose pasqyrës së të ardhurave me një tjetër dhe përdorimi i këtyre raporteve përbën një nga metodat më të përhapura të analizës së pasqyrave financiare. Në këtë punim i kushtohet një vëmendje e madhe analizës së modelit Du Pont, pasi ajo është e lidhur me njërin nga hipotezat e ngritura.

Një nga treguesit financiarë është treguesi i levës. Ekzistojnë tregues të ndryshëm të levës të cilët mund të klasifikohen si tregues të bazuar në kontabilitet, treguesit e vlerës së tregut dhe treguesit e pothuaj vlerës së tregut. Kur zgjedhim një tregues leve është e rëndësishme të kemi parasysh se aspekti teorik për marrëdhënien midis levës dhe performancës është bazuar në vlerën e tregut të levës. Nga momenti që vlera e tregut e levës mund të jetë e vështirë për t’u arritur, treguesit e bazuar në kontabilitet aplikohen shpesh si përfaqësues.

Rajan & Zingales(1995) bëjnë fjalë për shumë tregues të levës bazuar në kontabilitet dhe përmbajtjen e tyre informative. Ata sugjerojnë që zgjedhja e treguesve duhet të bazohet në objektivin e analizës. Për shembull, raporti i totalit të detyrimeve mbi totalin e aktiveve mund të konsiderohet si një përfaqësues se çfarë ka mbetur për aksionerët pas likuidimit, por nuk është një tregues i mirë i riskut të

mospagimit të njësisë ekonomike në një të ardhme të afërt. Gjithashtu, nga momenti që detyrimet në bilanc përfshijnë zëra si llogaritë e pagueshme të cilat përdoren më shumë për qëllime transaksioni në vend të financimit, kjo mund të zmadhojë madhësinë e levës. Ky tregues mund të përmirësohet duke zbritur llogaritë e pagueshme dhe detyrimet e tjera nga totali i aktiveve. Nuk është ende një çështje shqetësuese edhe për faktin se treguesi përmban detyrime që nuk janë të lidhura me financimin, p.sh. detyrimet për Sigurimet Shoqërore duke nënvlerësuar në këtë mënyrë madhësinë e levës. Raporti i totalit të detyrimeve mbi kapitalin, në të cilin kapitali është përcaktuar si totali i detyrimeve plus kapitalin e vet, është supozuar se do të zgjidhë këtë problem dhe mund të shihet si përfaqësuesi më i mirë bazuar në kontabilitet për levën. (Rajan, Zingales, 1995)

Modigliani dhe Miller (1958), me studimin e tyre mbi strukturën e kapitalit ngjallën një interes të madh midis studjuesve në fushën e financës. Ata argumentuan se në tregjet efiçente, zgjedhja borxh-kapital është e papërshtatshme për vlerën e njësisë ekonomike dhe përfitimet nga përdorimi i borxhit do të kompensohen me uljen e aksioneve të saj. Duke u bazuar në teorinë e Modigliani dhe Miller besohet se përdorimi i levës financiare do të rrisë vlerën e njësisë ekonomike. Në këtë drejtim, ekziston një strukturë kapitali optimale që minimizon koston e kapitalit.

Në një material të mëvonshëm, **Modigliani dhe Miller (1963)** treguan se në një treg kapitali jo perfekt ku shpenzimet e interesit janë të zbritshme, vlera e njësisë ekonomike mund të rritet me një levë financiare të lartë. Ata arrijnë në përfundimin se struktura e kapitalit ka rëndësi të veçantë. Në veçanti, njësia ekonomike me më shumë borxh duhet të ketë vlera më të larta. Ndryshimi kryesor në këtë supozim është se njësitet ekonomike paguajnë një taksë mbi të ardhurat e tyre dhe ligji tatimor parashikon një zbritje për shpenzimet e interesit.

Për këtë arsye, njësitet ekonomike me borxhe kanë të ardhura të tatueshme më të ulta dhe paguajnë tatimin mbi të ardhurat më pak se njësitet ekonomike në të cilat mbizotëron kapitali mbi borxhin.

Reduktimi i tatimit mbi të ardhurat do të thotë më shumë flukse të mjeteve monetare për pronarët e njësive ekonomike, duke rezultuar në këtë mënyrë në një vlerë më të lartë të saj.

Modelet e bazuara në rolin e taksave sugjerojnë se njësitet ekonomike të suksesshme duhet të kenë më shumë borxhe, këto njësi ekonomike kanë më shumë

nevojë për menaxhim taksash në fitimin e tyre. Sidoqoftë, rritja e borxhit, rezulton në një rritje të probabilitetit të falimentimit, kështu që struktura optimale e kapitalit paraqet një nivel leve që balancon kostot e falimentimit me përfitimet e borxhit financiar.

Teoria e **Modigliani dhe Miller** shërben si bazë për "modelin trade off". Në modelin trade off, njësitë ekonomike maksimizojnë vlerën duke e konsideruar shkëmbim midis: vlerës së rritur nga borxhi shtesë (i lidhur me tatimet në të ardhura më të ulëta) dhe vlerës së ulur nga borxhi shtesë (i lidhur me rritjen e shanseve të falimentimit dhe / ose të kostove të borxhit të agjencisë).

Jensen (1976) e përcaktoi borxhin si mjet disiplinor që siguron se drejtuesit preferojnë rritjen e pasurisë për zoteruesit e kapitalit. Në këtë mënyrë, në njësitë ekonomike që kanë fluks të mjeteve monetare dhe fitim të lartë, rritja e borxhit mund të përdoret si një mjet i reduktimit të fushëveprimit të drejtuesve derisa burimet e njësive ekonomike mund të mos pësojnë humbje si rezultat i propozimeve të tyre individuale. Problem tjetër konfliktual përbën fakti që drejtuesit mund të mos arrijnë të marrin gjithë përfitimet e aktivitetit të tyre. Kjo duket kur aksionet e drejtuesve në pronësinë e njësive ekonomike janë të ulta. Kur aksionet rriten kjo ineffiçencë zvogëlohet. Prandaj është e përshtatshme rritja e borxhit në vend të lëshimit të aksioneve, të parandaluara nga rënia e interesit të aksioneve të drejtuesve të njësive ekonomike. Në **1988, Rajan dhe Zingales** konfirmuan këtë teori.

Huang, Song, 2005, Stulz, R. (1990) ashtu si edhe **Jensen** mendon se pagesa e borxheve zvogëlon fluksin e mjeteve monetare e vlefshëm për drejtuesit. Por nga ana tjetër, ai deklaroi se kjo rënie do të ulë mundësitë e investimeve fitimprurëse, prandaj njësitë ekonomike me borxh të ulët kanë më shumë mundësi për investime dhe krahasuar me njësitë e tjera ekonomike të ngjashme në industri, kanë më shumë likuiditet. Kostot shtesë të borxhit përfshijnë kostot potenciale të falimentimit dhe kostot e agjencisë lidhur me monitorimin e investimeve nga aksionmbajtësit. Kostot dhe përfitimet e burimeve financiare alternative janë "trade-off" derisa kosto marxhinale e kapitalit barazon koston marxhinale të borxhit, bëjnë strukturën optimale të kapitalit dhe maksimizojnë vlerën e njësive ekonomike.

Meyers dhe Majluf (1984) dhe **Fama & French (2002)** diskutuan teorinë alternative e cila përshkruan pozicionin e borxhit të një njësie ekonomike si një rezultat i akumuluar i investimeve të kaluara dhe vendimeve të kapitalit. Në këtë

teori, që shpesh njihet me emrin teoria “Pecking Order”, njësiti ekonomike me vlerë aktuale neto pozitive të investimeve do të financojnë investimet e reja, së pari, duke përdorur fondet e brendshme dhe në mungesë të fondeve të brendshme, do t'i financojnë ato me borxh të sigurt, pastaj borxh me risk, pastaj me kapital, vetëm nëse nuk ka asnjë alternativë tjetër. Megjithatë, financimi i investimeve duke përdorur fondet e brendshme mund të jetë burimi më i lirë dhe struktura financiare e njësise ekonomike është rezultati i fluksit të mjeteve monetare të kaluar dhe mundësive investuese. Konflikti midis përfitimeve të aksionerëve dhe kreditorëve ka si pasojë rritjen e normës së interesit nga kreditorët, shtimin e kostove të mbikqyrjes dhe rënien e investimeve. Kështu, ky konflikt tregon se leva e lartë çon në një performancë të dobët. (**Williams J, 1987**). Drejtuesit, krahasuar me investitorët kanë më shumë informacion rreth aktivitetit. **Myers and Majluf (1984)** besojnë se kjo shkakton nënvlerësimin e çmimit të aksioneve nga investitorët. Në këtë rast, kur ekziston një informacion asimetrik, njësiti ekonomike preferojnë financimin nga burimet e brendshme të lëshimit të aksioneve dhe kur nuk ka burime të brendshme të mjaftueshme, ata i referohen borxhit. Si pasojë, informacioni asimetrik është baza e teorisë së financimit *choice-picking*. Konkluzionet kryesore që dalin nga teoritë e informacionit asimetrik janë se ka një hierarki të preferencave të njësise ekonomike për të respektuar financimin e investimeve të tyre (**Myers and Majluf 1984**). Kjo hierarki preferencash sugjeron se njësiti ekonomike financojnë investimet e tyre, së pari, duke përdorur fondet e brendshme në dispozicion, të ndjekura nga borxhi dhe së fundi, nëpërmjet kapitalit të brendshëm. **Dimitrov dhe Jain(2003)** propozuan një tjetër teori, lidhur me performancën operative të një njësie ekonomike. Ata argumentuan se nëse drejtuesit kanë akses në informacionin privat për një performancë operative më të keqe në të ardhmen, ata do të rrisin borxhin. Megjithatë, rritja e levës është një shenjë negative dhe tregon një performancë të dobët në të ardhmen **Rajan dhe Zingales(1995)** argumentojnë se njësiti ekonomike të mëdha priren për të zbuluar më shumë informacion investitorëve të jashtëm të mëdhenj se atyre të vegjëlve. Në përgjithësi, ato me më pak probleme lidhur me informacionin asimetrik do të tentojnë për të pasur më shumë kapital se borxh, megjithëse kanë një levë të ulët. Sidoqoftë, njësiti ekonomike të mëdha janë shpesh më të larmishme dhe kanë më shumë fluks të mjeteve monetare stabël. Probabiliteti i falimentimit të tyre është i vogël, krahasuar me ato të voglat.

Titman dhe Wessels(1988), Harris dhe Raviv(1991) dhe Rajan dhe Zingales(1995) konfirmuan rezultatin e **Mayers** që besonte rritjen e levës me rënien e fitimit. Por **Jensen**, ndryshe nga **Mayers**, predikon një lidhje pozitive midis levës financiare dhe fitimit në një treg eficient dhe nëse tregu do të jete ineffiçent, do të ketë një lidhje negative midis tyre. **Wald (1999)** besonte se lidhja midis përfitueshmërisë dhe raportit borxh/aktive është pozitive dhe domethënëse. Përfitueshmëria ishte përcaktuar në formën e fitimit para interesave dhe taksave.

Studimet tregojnë rezultate kontradiktore në lidhje me marëdhënien midis rritjes së përdorimit të borxhit në strukturën e kapitalit dhe performancës së njësisë ekonomike. Disa studime (**Taub, 1975, Roden dhe Lewellen, 1995, Champion, 1999, Ghosh et al, 2000, Hadlock dhe James, 2002, Berger dhe Bonaccorsi di Patti, 2006**) treguan një lidhje pozitive dhe disa të tjerë, si (**Kester, 1986, Friend dhe Lang ,1988, Fama dhe French, 2002, Gleason et al., 2000, Simerly dhe Li, 2000, Booth et al., 2001, Ibrahim, 2009**) treguan një lidhje negative, të dobët ose fare midis performancës së njësisë ekonomike dhe nivelit të levës. Në këtë punim, duke analizuar njësitë ekonomike të marra në studim, është vënë re se detyrimet afatshkurtra dhe ato totale janë të lidhura pozitivisht me ROE e tyre, ndërkohë që detyrimet afatgjata janë negativisht të lidhura me ROE e këtyre njësive ekonomike.

Gjithashtu, duke iu referuar rishqyrtimit të literaturës, rezultatet e disa studimeve treguan se struktura e kapitalit nuk është e vetmja mënyre për të shpjeguar vendimet financiare, **Eldomiaty, (2007)**. Ndoshta, kjo shpjegon rezultatet kontradiktore të studimeve që në mënyrë empirike provojnë parashikimin e një mardhënieje midis levës dhe performancës së njësisë ekonomike. Siç shpjegon **Jermias (2008)**, vetëm efektet direkte të levës financiare të performanca janë ekzaminuar nga studimet e mëparshme, sidoqoftë lidhja levë - performancë mund të jetë ndikuar nga disa faktorë si intensiteti i konkurrencës dhe strategjia e biznesit. Ekziston një literaturë e pafund që tregon lidhjen e strukturës së kapitalit me performancën e një njësie ekonomike në vendet e zhvilluara, por shumë pak e provuar në mënyrë empirike për ekonomitë e zhvilluara dhe në zhvillim. Duke krahasuar tregjet e zhvilluara të Evropës, SHBA etj., është gjetur nga **Eldomiaty (2007)** se tregjet e kapitalit janë më pak eficientë dhe vuajnë nga niveli i lartë i asimetrisë në drejtim të informacionit në tregjet në zhvillim, sesa në tregjet e kapitalit në vendet e zhvilluara.

2.2 Vlerësimi i njësive ekonomike

Si pjesë shumë e rëndësishme e këtij punimi, vlerësimi i njësive ekonomike me metodat më të përshtatshme, është bërë objekt i punës kërkimore-shkencore të shumë autorëve të huaj e vendas. Literatura për këtë problem është mjaft e pasur, duke pasur parasysh faktin që mjaft kërkues të huaj, mbështetur në praktikat më të njohura botërore, kanë shkruar mjaft për këtë problem, të parë në prizme të ndryshme. Modelet e vlerësimit të njësive ekonomike përbëjnë një evolucion historik të rëndësishëm në shkrimet e ndryshme akademike për evolucionin dhe zhvillimin e shkencave ekonomike e financiare.

Problemi i llogaritjes së raporteve të ndryshme financiare dhe nxjerrja e një gjykimi për njësitë ekonomike të marra në analizë, bazuar në këto raporte, ka përbërë shpesh objekt diskutimi për analistë dhe studjues të ndryshëm. Kur përdorim raportet për nxjerrjen e konkluzioneve, duhet t'i analizojmë ato raporte në lidhje me raporte të njësive ekonomike të krahasueshme në mënyrë që të mund të përcaktojmë vlerën e një njësie ekonomike. Sipas **Damodaran(2006)**, njësi ekonomike e krahasueshme me atë që do të vlerësohet është ajo që karakterizohet nga flukse të mjeteve monetare të ngjashme, potencial ekonomik i ngjashëm dhe që përballlet me të njëjtin nivel risku. Damodaran beson se parametrat që ndikojnë në raportet e njësisë ekonomike nuk kanë lidhje me degën e ekonomisë në të cilën bën pjesë ajo.

Shumica e analistëve përcaktojnë si njësi ekonomike të krahasueshme ato që operojnë në të njëjtën degë të ekonomisë. Nëse njësitë ekonomike të së njëjtës degë janë të shumta, atëherë mund të kufizojmë bashkësinë për krahasim, duke vendosur dhe kriteret e tjera, për shembull, njësitë ekonomike të kenë të njëjtën madhësi. **Damodaran(2006)** analizon se në këtë përshtatje, ngrihet supozimi se njësitë ekonomike të së njëjtës degë, karakterizohen nga flukse të mjeteve monetare të ngjashme, potencial ekonomik i ngjashëm dhe përballen me të njëjtin nivel risku. Damodaran thekson gjithashtu se kjo analizë është e vështirë të zbatohet kur ekzistojnë pak njësi ekonomike në një degë. Në këtë rast është e vështirë të konsiderojmë të krahasueshme njësitë ekonomike që operojnë në të njëjtën degë, pasi ndryshojnë në mënyrë thelbësore, të dukshme në parametrat kryesorë (flukset e mjeteve monetare, potenciali ekonomik, risku). Është e qartë se gjatë procesit të analizës takojmë forca të kundërta: përkufizimi i përgjithshëm i një dege të

ekonomisë rrit numrin e njësive ekonomike që mund të krahasohen, por ndikon edhe në rritjen e dallimit midis tyre.

Wahlen, Baginski, Bradshaw (2010) theksojnë gjashtë hapat në analizën e gjendjes financiare: identifikimi i karakteristikave ekonomike dhe dinamikave konkurruese në industri, identifikimi i strategjisë së njësive ekonomike, vlerësimi i cilësisë së pasqyrave financiare, analiza e përfitueshmërisë dhe riskut, projekti i pasqyrave financiare të ardhshme dhe së fundi, vlerësimi i njësive ekonomike.

Procesi i vlerësimit të njësive ekonomike ka grishur shpesh botën akademike, duke kërkuar çdo herë diçka të re. Sipas autorit, që ka shkruar aq shumë për vlerësimin e njësive ekonomike, **Damodaran (2006)** vlerësimi mund të konsiderohet si zemra e financave. Sipas tij, procesi i vlerësimit të njësive ekonomike është shkencë dhe art njëkohësisht. Në këtë rast bëhet fjalë për artin e parashikimit të së ardhmes. Ne mund të analizojmë të njëjtat të dhëna për një njësi ekonomike, të njëjtat gjendje kontabël, por të arrijmë në konkluzione shumë të ndryshme për faktin se çfarë do të ndodhë në të ardhmen, pasi secili nga ne ka pikëpamjet e tij se si do të zhvillohet ekonomia, cilat do të jenë pasojat, për shembull të euros, në njësinë ekonomike të marrë në analizë etj. Mund të shikojmë të njëjtat të dhëna bazë dhe të bëjmë vlerësime të ndryshme për të ardhmen. Në asnjë rast, dy individë, nuk do të dalin në të njëjtin rezultat edhe sikur të kenë përpara të njëjtat shifra.

Një model shumë i rëndësishëm për vlerësimin e njësive ekonomike, lidhur me pozitën financiare të tyre dhe mundësitë për të mbijetuar ose jo, është Altman Z-Score.

Altman, (2000) thekson se modeli Z score është një produkt i analizës lineare, në të cilin 5 tregues ponderohen dhe përmbledhen në një rezultat të përgjithshëm, bazë për klasifikimin e njësive ekonomike në të dështuara apo jo të dështuara .

Shumë autorë i janë referuar këtij autori, duke e zbatuar modelin në rrethana dhe njësi ekonomike të ndryshme në vende të ndryshme. Rezultatet konvergojnë në të njëjtin konkluzion: modeli Altman Z-Score jep rezultate të sakta në mbi 80% të studimeve të bëra. Kështu, **Odipo dhe Itati (2011)**, theksojnë se në studimin e 10 njësive ekonomike në Kenia, modeli Altman Z-Score, në 90% të tyre ishte mjaft i suksesshëm në përcaktimin e falimentimit.

Gerantonis, Vergos dhe Christopoulos (2009), treguan se në 373 njësi ekonomike nga të cilat 45 ishin të falimentuara, të listuara këto në bursën e Athinës,

modeli Altman Z-Score mundi të japë rezultat në parashikimin e dështimit financiar deri në tre vite më parë se ai të ndodhë.

Aziz dhe Dar, (2006), bënë një rishqyrtim të 89 studimeve të mëparshme, të cilat merreshin me parashikimin e falimentimit në vitet 1968-2003. Në këtë studim ata konkluduan se modelet shumëvariable të Altman Z-Score, ishin më të përdorshmit dhe më efektivët.

Boatsman dhe Baskin (1981) kontrolluan saktësinë e vlerësimeve që rrjedhin për shkak të raportit P/E me një kampion të rastësishëm krahasuar me një kampion më të vogël dhe me potencial të ngjashëm të rritjes së të ardhurave. Pas këtij kontrolli, analistët më të specializuar arritën në konkluzionin se vlerësimet bazuar në raportin P/E, me një kampion të rastësishëm, janë më pak të sakta se sa vlerësimet me një kampion më të vogël dhe me potencial të ngjashëm të rritjes së të ardhurave midis njësive ekonomike që krahasohen.

Në literaturën bashkëkohore ka shume studime që fokusohen në aftësinë e modeleve të vlerësimit të prodhojnë parashikime të ardhshme për çmimet.

Penman(2001) përkrah vlerësimin mbështetur në fitmin e mbartur (RIV), kundrejt vlerësimit sipas metodës së skontimit fluksit të mjeteve monetare (DCF).

Copeland dhe te tjerë (2000) rekomandojnë përdorimin e metodës së skontimit fluksit të mjeteve monetare (DCF) ose metodës mbështetur në fitmin e mbartur (RIV). Këta autorë pohojnë se DCF është më e përdorur gjerësisht në praktikë, por që RIV po fiton popullaritet. Ata gjithashtu theksojnë se të dyja metodat, aplikuar siç duhet, rezultojnë në vlerësim të njëjtë, ndërkohë që sugjerojnë se "zgjedhja është nxitur kryesisht nga instinktet e përdoruesit".

Palepu dhe të tjerë (2000) mbajnë një pozicion të ekuilibruar. Ata vërejnë se ndërtimi si duhet i metodave RIV dhe DCF mund të çojë në vlerësime identike, por e pranojnë se preferenca për një qasje më shumë se për tjetrën mund të varet nga lehtësia e pranimit të modeleve të ndërtuara.

Të gjithë këta autorë preferojnë modele të qarta multiperiodike vlerësimi të bazuara si në flukset e mjeteve monetare të skontuara apo në fitime të mbartura, në vend të vlerësimeve të bazuara në një periudhë të vetme krahasuese. Superioriteti i modeleve të vlerësimit teorik multiperiodik qëndron në kontrast me provat mbi modelet dhe metodat e vlerësimit të përdorura në praktikë .

Barker (1999), komenton dhe përmbledh hulumtimet e mëparshme për metodat e vlerësimit të përdorura nga ana e investitorëve profesionistë apo analistët financiarë. Gjetjet më të qëndrueshme janë, së pari që raporti çmim - fitim është i një rëndësie parësore dhe se dyti, që metoda DCF, analiza teknike, dhe analiza beta kanë një rëndësi praktike më të vogël në vendimet për investime. Barker konstaton se të dyja grupet si analistët financiarë dhe drejtuesit e mjeteve financiare, renditnin metodën e P/E dhe metodën e yeldit të dividendit si më të rëndësishme dhe metodën DCF dhe DDM si të parëndësishme. Barker (1999) pohon se dhe në kërkimet e mëparshme, komentet janë bazuar në intervista dhe sondazhe të analistëve të investimeve dhe drejtuesve të mjeteve financiare. Për të kapërcyer disa nga problemet subjektive që lidhen me kërkimin bazuar në intervistë, është përshtatur një model alternativ hulumtimi bazuar në një analizë të përmbajtjes së raporteve kërkimore të analistëve të kapitalit. Kjo qasje plotëson rezultatet e studimeve të mësipërme me të dhëna mbi metodat e vlerësimit të kapitalit neto që analistët përdorin në praktikë.

Govindarajan (1980), **Previts et al. (1994)**, dhe **Rogers dhe Grant (1997)** për në SHBA, dhe **Breton dhe Taffler (2001)** për Mbretërinë e Bashkuar gjithashtu përdorin analizën e përmbajtjes, por ata përqëndrohen në çështjet e zbulimit dhe nevojave të përgjithshme për informacion të analistëve. Në ndryshim nga këto studime, ne do të fokusohemi kryesisht mbi përdorimin e metodave specifike të vlerësimit të përdorura nga analistët, (kryesisht të metodës së vlerësimit bazuar në vlerën kontabël, e cila konsiderohet si metoda më e përshtatshme e vlerësimit të njësisë ekonomike shqiptare, të mesme e të vogla, të cilat janë dhe objekt i studimit tonë) krahasuar me metoda të tjera që ata sjellin në procesin specifik të vlerësimit.

Bradshaw (2002) studjon përmbajtjen e raporteve të 103 analistëve amerikanë për të identifikuar se si ata analistë justifikojnë rekomandimet e tyre për çmimin e aksioneve. Ai konstaton se vlerësimet bazuar në koeficientet P/E dhe rritjen e pritshme kanë më shumë të ngjarë që do të përdoren për të mbështetur rekomandimet e favorshme, ndërsa analiza cilësore e bazave të një njësisë ekonomike ka më shumë gjasa të përdoret për të justifikuar rekomandimet më pak të favorshme. Ai rekomandon hulumtime të mëtejshme për të krahasuar raportet e analistëve si brenda ashtu edhe midis të gjitha industrive. Punimi ynë do të plotësojë këtë ide, gjë që do të thotë se së pari, ne duhet të sigurojmë më shumë detaje në lidhje me modelet dhe

metodat e veçanta të vlerësimit që përdorin analistët, së dyti dhe më e rëndësishmja, ne do të avancojmë më tej dhe do të testojmë hipotezën në lidhje me zgjedhjen e metodës më të përshtatshme të vlerësimit, sipas së cilës nuk preferohen njësoj dy metoda vlerësimi dhe se metoda më e përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike shqiptare është metoda bazuar në vlerën kontabël. Shqyrtimi i literaturës përfshin studime të shoqëruara mbi vlerësimin e njësive ekonomike, vlerësimin e bashkimit, faktorët që ndikojnë në përcaktimin dhe vlerësimin e flukseve të mjeteve monetare të lira, por sidoqoftë, këto janë të organizuara në mënyrë të tillë që të mbështesin punimin. Shumica e akademikëve dhe studiuesve kanë studjuar krahasimin e metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF), metodës së skontimit të dividendit (DDM) dhe metodës mbështetur në fitimin e mbartur (RIV) (Plenborg, 2002, Bailey dhe te tjerë, 2008, Vélez - Pareja & Tham, 2010), efektin e menaxhimit të fitimeve në vlerën e njësisë ekonomike (Chaney & Lewis ,1995), etj.

Misund dhe te tjerë (2008) sugjerojnë se fitimet bashkëkohore janë më të dobishme në parashikimin e flukseve të mjeteve monetare të ardhshme dhe më të përshtatshme për vlerësimin e njësisë ekonomike, se sa flukset e mjeteve monetare operative aktuale.

Bailey dhe te tjerë (2008) theksojnë se metoda e fitimit të mbartur (RIM) bën një vlerësim më të mirë të vlerës së njësisë ekonomike se sa dy metodat e tjera, DCF dhe DDM që përdoren zakonisht. Sipas tij, ka më pak nevojë për të parashikuar kthime në të ardhmen dhe me këtë metodë, mund të përdoret një vlerë përfundimtare bazuar mbi një kthim konstant në të ardhmen (ose normat relativisht të ulta të rritjes).

Plenborg (2002) krahason dy metodat, DCF dhe RIM . Të dy metodat e vlerësimit krahasohen analitikisht në bazë të atraktivitetit. Për një pjesë të njësive ekonomike RIM jep vlerësimet më të sakta për vlerën e njësisë ekonomike, ndërsa në të tjerat është metoda DCF ajo që jep vlerësimet më të sakta. Së fundi, kuadri për parashikimin shpesh bazohet në kontabilitetin rritës dhe kontrolli i buxhetit është i bazuar në përgjithësi në shifrat e kontabilitetit sesa në shifrat e fluksit të mjeteve monetare.

Vélez - Pareja & Tham (2010) llogaritin flukset rrjedhese, përkatësisht, fluksin e mjeteve monetare në borxh (CFD), fluksin e mjeteve monetare në kapital

(CFE), fluksin e mjeteve monetare të lira (FCF) dhe kursime tatimore (TS). Ata përdorin metoda të drejtpërdrejta dhe të tërthorta të nxjerrin profile të përshtatshme të flukseve të mjeteve monetare për grupe të ndryshme interesi. Këto flukse të mjeteve monetare janë bazë për vlerësimin e një njësie ekonomike apo projekti.

Kaplan dhe Ruback (1995) në analizën e tyre mbi problemin e vlerësimit të njësie ekonomike parashikojnë të njëjtat përshtatje si Miler dhe Modigliani, pra me koston e kapitalit, pa levën financiare. Në këtë mënyrë metodën që përdorën e quajtën metoda e ngjeshur e vlerës aktuale të rregulluar. Ata bënë parashikime për vlerën reale të transaksioneve të ardhshme, duke përdorur një kampion të 51 transaksioneve me levë të lartë. Nga rezultatet e kërkimit u pa se 60% e parashikimeve që kishin bërë gjendej brenda 15% të vlerës reale të transaksioneve, me një shkallë mesatare gabimi 15%.

Gibson, Hotchkiss dhe Ruback (2000), duke përdorur të njëjtin model dhe metodologji për njësi ekonomike të ngjashme (metoda e koeficientëve, multipliers), në një kampion prej 63 njësish ekonomike, gabimi statistikor që rezultoi ishte më i madh se ai që rezultoi në analizën e Kaplan dhe Ruback, ndërsa metoda e skontimit të flukseve të lira të mjeteve monetare (DCFF), ishte më e saktë se metoda e koeficientëve.

Martin dhe Petty (2000) pasi studjuan shumë metoda, arritën në konkluzionin se të gjithë përfundonin në gabime të mëdha në parashikim, por përdorimi i tyre në praktikë ndihmon njësitë ekonomike të përmirësojnë përfitueshmërinë e tyre. Luhatjet ekonomike dhe reagimi i njësie ekonomike konkurrense, shkaktojnë gabime në vlerësimin e procesit të vlerësimit. Megjithatë, identifikimi i përcaktuesve të vlerës bëhet i dobishëm për njësitë ekonomike për të shqyrtuar dhe ndryshuar politikat dhe praktikat në kohë.

Lamdin (2000), përdor metodën e skontimit të dividendëve të ardhshme të një njësie ekonomike (DDM model) për të përcaktuar vlerën e saj, natyrisht, nën supozime të caktuara. Megjithatë, këto modele kërkojnë modifikime në lidhje me riblerjen.

Damodaran (2000), për vlerësimin e disa njësie ekonomike si Amazon, Motorola etj. përdor metodën e skontimit të flukseve të mjeteve monetare (DCF). Vlera e një njësie ekonomike është e barabartë me vlerën aktuale të flukseve të pritshme të mjeteve monetare gjatë jetës së saj.

Copeland T., Koller T. dhe Murrin J. (2000), në vlerësimin e Heineken, vëmendje të veçantë i kanë kushtuar çështjeve të trajtimit lidhur me vlerësimin e qirave, obligacioneve etj. Pasi analizojnë fillimisht ecurinë në kohë të njësitë ekonomike dhe mjedisin në të cilin veprojnë për të vlerësuar parashikimet e flukseve të mjeteve monetare, në vazhdim përcaktojnë koston mesatare të kapitalit (WACC) me të cilën skontojnë flukset e mjeteve monetare dhe në fund shtojnë dhe vlerën e skontuar që do të ketë njësia ekonomike përtej pikës ku arrijnë parashikimet, duke supozuar se aty e tutje njësia ekonomike do të ketë rritje të qëndrueshme.

Modelet dhe metodat e vlerësimit të njësive ekonomike përbëjnë një evolucion historik të rëndësishëm në shkrimet e ndryshme akademike për evolucionin dhe zhvillimin e shkencave ekonomike e financiare.

Genriha & Voronova, (2011) në studimet e tyre të fundit, bënë të mundur që të arrijmë në përfundim se metodat e vlerësimit të paaftësisë paguese mund të ndahen në dy grupe: metoda klasike parametrike dhe metoda jo-parametrike. Në studimin e tyre, **Balcaen & Ooghe, (2006)**, dallojnë katër lloje të përgjithshme të metodave klasike statistikore që zbatohen në parashikimin e dështimit të korporatave, (a) analiza njëvariable (b) analiza diskriminante shumëvariable, (c) probabiliteti i kushtëzuar dhe (d) modelet e indeksit të riskut në parashikimin e dështimit të korporatave. Një nga modelet e para të indeksit të riskut u prezantua nga Tamari (1966) dhe më vonë u zgjerua nga Moisiu dhe Liao (1987).

Damodaran, A.(2010), thekson se në praktikë, tre janë faktorët kryesorë makroekonomikë që ndikojnë në vlerësim: së pari, është rritja në ekonominë reale. Ndryshimet në atë normë rritjeje mund të shkaktojnë ritme rritjeje (dhe vlerash) të gjithë njësive ekonomike, por efekti mund të jetë më i gjerë në njësitë ekonomike ciklike. Faktori i dytë është inflacioni i pritshëm. Për shkak të inflacionit të paqëndrueshëm, vlera e njësive ekonomike mund të ndikohet pozitivisht ose negativisht. Njësitë ekonomike që mund t'i kalojnë inflacionin më të lartë klientëve të tyre, mund të jenë më pak të ndikuara se njësitë ekonomike me monedhë më të çvlerësuar. Gjithë njësitë ekonomike mund të ndikohen, nisur nga fakti se si kontabiliteti dhe ligjet për taksat do të merren me inflacionin. Faktori i tretë janë kurset e këmbimit. Kur konvertojmë flukse mjeteve monetare, nga njëra monedhë në tjetrën, ne duhet të bëjmë supozimin për kurset e këmbimit në të ardhmen.

Damodaran sqaron edhe risqet që hasen kur vlerësohen njësi ekonomike në ekonomi të paqëndrueshme. I pari, ka të bëjë me faktin se nuk merren në konsideratë ndryshimet e pritshme në variablat makroekonomikë kur bëhen parashikime, për shembull, përdorimi i kursit aktual të këmbimit për të këmbyer fluksin e mjeteve monetare në të ardhmen. Së dyti, bëhen supozime për ndryshimin e variablave makroekonomikë që në fakt, janë në kundërshtim në vetvete. Kështu, duke supozuar që inflacioni në monedhën lokale do të rritet, ndërkohë që gjithashtu supozohet se monedha do të bëhet më e fortë me kalimin e kohës. Rreziku i tretë është se supozimet që bëhen lidhur me ndryshimet makroekonomike janë në kundërshtim me të dhënat e tjera që përdorim për vlerësimin. Për shembull, duke supozuar se inflacioni do të rritet me kalimin e kohës, shtyjmë flukset monetare të pritshme, ndërsa norma e lirë nga risku mbetet e pandryshuar, duke rezultuar kështu në një mbivlerësim të njësisë ekonomike.

Nissim, Penman, (2001) theksojnë se duke u mbështetur në analizën e pasqyrave financiare si një mjet parashikues, njësia ekonomike do të jetë në gjendje të mbrohet nga kërcënimet investuese dhe të ashtuquajturat "dështime financiare".

Fernandez, (2002), thekson se vlerësimi është gjithashtu thelbësor për identifikimin e burimeve të krijimit të vlerës ekonomike brenda njësisë ekonomike dhe të sigurojë një mjet për matjen e ndikimit të kontributeve të saj në ekonomi.

Fernandez(2006), në studimin e tij, fillimisht klasifikon dhe përshkruan metodat më të përhapura gjerësisht të vlerësimit të njësisë ekonomike. Klasifikimi u bë në katër grupe bazë: a) në metodat që bazohen në të dhënat e bilancit të një njësie ekonomike, b) në metoda që mbështeten në pasqyrën e të ardhurave dhe shpenzimeve, c) në metodat e përziera, d) në metodat e skontimit të flukseve të mjeteve monetare (DCF). Sipas Fernandez, metoda që është në mënyrë të vetëdijshme më e sakta është ajo që bazohet në skontimin e flukseve të mjeteve monetare. Sidoqoftë, në kërkimet e tij Fernandez analizon edhe metodat e tjera, pasi ato përdoren shpesh. Studimin e tij e mbyll me paraqitjen e gabimeve më të shpeshta në vlerësimin e njësisë ekonomike. Duhet të theksojmë se lista me gabimet më të shpeshta në vlerësimin e një njësie ekonomike është evidentuar nga Fernandez, pas vlerësimit të mbi 1000 njësisë ekonomike. Sipas tij, disa nga gabimet më të shpeshta që behen gjatë vlerësimit janë: 1. Për metodën e skontimit të dividendit (DDM), të përdoret koeficient beta i gabuar, të bëhet llogaritje e gabuar e kostos së kapitalit,

pasi mund të mos merren saktë të dhënat për kthimin e letrave me vlerë pa risk (risk free), ose për kthimin e portofolit të tregut , ose pagesës së riskut të tregut(market risk premium). 2. Për llogaritjen e metodës së flukseve të mbetura të mjeteve monetare, ku si në metodën e mëparshme, ekziston rreziku të merren të dhëna të gabuara për llogaritjen e kostos së kapitalit ose të merren të dhëna të gabuara nga bilanci i njësisë ekonomike. 3. Për llogaritjen e fitimit të mbartur, ekziston rreziku të llogarisim vlerën e njësisë ekonomike , duke përdorur lidhje të gabuar, ose të përdorim formula ad hoc që nuk kanë rëndësi ekonomike, ose së fundi të përdoren në mënyrë të paqëndrueshme flukset e mjeteve monetare që kërkohen për vlerën përfundimtare të njësisë ekonomike.

Disa vërejtje të vlefshme lidhur me procesin e vlerësimit dhe rolin e gjendjeve financiare citon C.Lee(1999). Sipas tij, vlerësimi është parashikues, përpiqet të llogarisë vlerën aktuale të hyrjeve të ardhshme nga investitorët, kështu që përmban vlerësime personale dhe mund të jetë i pasaktë. Asnjë model nuk mund të garantojë saktësi absolute dhe mungesë gabimesh.

Pano, A. (2005) thekson se përcaktimi i vlerës totale të një njësie ekonomike kërkon njohuri të thella ekonomiko-financiare dhe teknike për degën në të cilën përfshihet njësia ekonomike e marrë në analizë, për produktet që ajo prodhon, për vendin e ndodhjes, për formën juridike të saj, për mënyren e organizimit, funksionimit dhe për aftësitë menaxhuese të personelit që punon në të.

2.3.Përshtatja e metodave të vlerësimit

Ka këndvështrime të ndryshme nga analistët, për vlerësimin e njësisë ekonomike. Ka një pjesë analistësh të cilët mbështesin analizën e tyre në analizën nga lart – poshtë (Top-down approach). Sipas kësaj mënyre analistët e nisnin analizën e tyre duke u nisur nga mjedisi ndërkombëtar dhe mjedisi kombëtar makroekonomik në të cilin funksionon çdo njësi ekonomike. Në vazhdim analizojnë kushtet ekonomike të përgjithshme që mbizotërojnë në degën që funksionon njësia ekonomike e marrë në analizë dhe në përfundim bëjnë analiza dhe parashikime për njësinë ekonomike konkrete. Në të kundërt me këtë, analiza nga poshtë –lart (bottom-up approach) fillon me të dhënat e njësisë ekonomike në nivel individual. Kështu, grumbullohen parashikimet ekonomike për njësi të ndryshme me bashkëpunimin midis analistëve

dhe nëpërmjet këtyre analizave vlerësohet një ikonë e përgjithshme (agregate analysis) e çdo dege dhe në këtë mënyrë e ekonomisë kombëtare në përgjithësi.

Një qasje, e cila nuk përshtatet tërësisht as në qasjen nga lart-poshtë, as në qasjen nga poshtë-lart është ajo që paraqitet nga Alexander dhe Pezier (2003). Ata sugjerojnë se për të shpjeguar shpërndarjen e fitimit dhe humbjes për çdo njësi ekonomike të përdoret një model regresioni linear ku ndryshimet në faktorët e ndryshëm të riskut (p.sh. normat e interesit pa risk, normat e kredive, indekset e kapitalit, apo luhatjet e nënkuptuara) deri në nivelin e dëshiruar të riskut, janë faktorë shpjegues. Nga këto modele regresionit linear, devijimi standard i fitimit dhe humbjes agregate llogaritet dhe në fund shumëzohet me një faktor shkalle, për të transformuar këtë devijim standard në një vlerësim të kapitalit ekonomik.

2.4. DCF si metoda më e mirë për vlerësimin e njësive ekonomike.

Pas prishjes të tregut të aksioneve të vitit 1929, metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF) fitoi popullaritet si një metodë e vlerësimit për aksionet. Irving Fisher në librin e tij "The Theory of Interest", në 1930, dhe John Burr Uilliam në librin "The Theory of Investment Value", në 1938, shprehen zyrtarisht të parët metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF) në terma ekonomike moderne. Më vonë Gordon (1962), zgjeroi modelin e William duke futur një komponent të rritjes së dividendit. Në vitet e fundit, literatura për llogaritjen e vlerës së një njësie ekonomike dhe vlerës së kapitalit është zgjeruar në mënyrë të ndjeshme. Copeland, Koller dhe Murrin (1990, 1994, 2000), Rappaport (1988, 1998), Stewart (1991) dhe Hackel dhe Livnat (1992) ishin të parët në modelimin e flukseve të mjeteve monetare të lira të një njësie ekonomike, të cilat janë përdorur gjerësisht për të llogaritur vlerën e këtyre të fundit. Përveç kësaj, Damodaran (2001) ofron disa përjasje për të vlerësuar vlerën e një njësie ekonomike për të cilat nuk ka njësi ekonomike të krahasueshme, nuk veprojnë të ardhurat dhe kanë një sasi të kufizuar të të dhënave të flukseve të mjeteve monetare. Kështu vit pas viti, metoda e skontimit të flukseve të mjeteve monetare po përdoret gjithnjë e më tepër në vlerësimin e njësive ekonomike, duke patur si avantazh kryesor faktin e mbështetjes në vlerat e ardhme që këto njësi ekonomike do të krijojnë.

Arsyeja më e mirë është se ajo prodhon vlerën më të afërt me një vlerë të perceptuar të aksioneve. Alternativat e (DCF) janë tregues relativë vlerësimi, të cilët përdorin kefcientë për të krahasuar aksionet brenda një sektori. Ndërsa tregues të tillë të vlerësimit relativ si raportet fitimi/ çmim (P / E), vlera e njësisë ekonomike / fitimi para interesit , taksave , zhvlerësimit dhe amortizimit (EV / EBITDA) dhe të çmim/ shitje, janë të thjeshtë për t'u llogaritur, ata nuk janë shumë të dobishem në qoftë se një sektor i tërë ose tregu është mbi apo nënvlerësuar. Një metodë e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF) e projektuar me kujdes mund të përdoret si një mjet menaxhimi për të kapur mundësitë në mënyrë që të maksimizohet vlera e aksioneve dhe të reduktohen kërcënimet ndaj njësisë ekonomike.

Ndryshe nga mjete standarde të vlerësimit të tilla si raporti P / E , metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare(DCF) mbështetet në flukset e mjeteve monetare të lira . Lëvizja e lirë e mjeteve monetare është një masë e besueshme që shmang shumë arbitraritetin e përfshirë në fitimet e raportuara .

Tre elementët kryesorë që përcaktojnë vlerën e një njësie ekonomike, sipas metodës DCF, janë kapaciteti i saj për të krijuar flukse monetare nga investimet ekzistuese, rritja e pritshme në këto flukse të mjeteve monetare me kalimin e kohës dhe pasigurinë e shoqëruar me faktin nëse këto flukse monetare do të gjenerohen apo jo, mbi të gjitha. Këta elementë do të mbeten të njëjtë pa marrë parasysh faktin se çfarë lloj njësie ekonomike jemi duke vlerësuar, të madhe apo të vogël, prodhimi apo shërbimi etj. edhe pse shpesh theksohet që ata mund të jenë të ndryshëm për njësi ekonomike të ndryshme.

Edhe pse metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare DCF ka meritat e veta, ajo gjithashtu ka edhe të meta. Në qoftë se inputet për parashikimet e flukseve të mjeteve monetare të lira, normat e skontimit dhe normat e rritjes nuk janë të sakta për shkak të pasigurive, vlera e gjeneruar për njësinë ekonomike nuk do të jetë e saktë .

Metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare DCF është dinamike në natyrë, ajo kërkon vëmendje dhe modifikim të vazhdueshëm. Metoda nuk është e përshtatshme për investimet afat shkurtra, ajo fokusohet në vlerën afatgjatë . Një metodë DCF e hartuar mirë mund të ndihmojë në shmangien e blerjes së një filluske, por ajo gjithashtu mund të bëjë që ju të humbisni në rastet e çmimit të aksioneve afatshkurtër të cilat mund të jenë fitimprurës. Fokusimi ekskluziv në

metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, mund të na çojë në heqjen dorë nga raste të jashtëzakonshme. Kështu, Microsoft dukej e mbivlersuar në vitin 1995, nga përdorimi i metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare, por aftësia e saj për të kryesur në tregun e kompjuterave, e ktheu, që nga ajo kohë, në një ëndër për investitorët.

Sido që metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare është metoda më e përdorshme gjerësisht sot, ekzistojnë disa raste kur përdorimi i saj do të konsiderohej i gabuar dhe do të na jepte të dhëna të gabuara. Kështu në rastin e njësive ekonomike problematike, nuk do të ishte e drejtë të bënim fjalë për përdorimin e kësaj metode, pasi përcaktimi i fluksit të mjeteve monetare të ardhshme do të ishte shumë i vështirë, duke pasur parasysh faktin që këto njësi ekonomike përballen shpesh me riskun e falimentimit. Një tjetër rast në të cilin metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare konsiderohet si problematike, është rasti i atyre njësive ekonomike, rrjedha e aktivitetit të të cilave ndjek luhatjet ciklike të ekonomisë. Fitimet dhe flukset e mjeteve monetare të njësive të tilla do të ndjekin uljet dhe ngritjet e ekonomisë në tërësi. Nëse përdoret metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare në këto njësi ekonomike, ulje dhe ngritje do të zbuten, gjë që do të çonte në një vlerësim të gabuar të tyre. Po kështu, rezultat të gabuar jep kjo metodë në rastin e atyre njësive ekonomike që zotërojnë aktive të papërdorshme. Është e qartë se nëse një njësi ekonomike ka aktive të cilat nuk përdoren në aktivitetin e saj kryesor dhe si pasojë nuk krijojnë flukse të mjeteve monetare, vlera e këtyre aktiveve të papërdorshme nuk do të trupëzohet në vlerën e njësisë ekonomike që do të dalë nga skontimi i fluksit të pritshëm të mjeteve monetare. Të njëjtën gjë mund të themi edhe për pasaktësinë e përdorimit të metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare në njësitë ekonomike që gjenden në fazën e riorganizimit. Nisur nga fakti se këto njësi po riorganizohen, që do të thotë se do të bëhen ndryshime në mënyrën e organizimit dhe funksionimit të tyre, është e vështirë të parashikohen flukse të mjeteve monetare të sakta si dhe niveli i riskut.

Në përmbledhje të literaturës së mësipërme, arrijmë në konkluzionin se vlera e pasurisë së një njësie ekonomike varet nga metoda e zgjedhur e vlerësimit të saj. Përzgjedhja e metodës së përcaktimit të vlerës së një njësie ekonomike varet në rradhë të parë nga qëllimi i kryerjes së këtij vlerësimi, nga gjendja dhe perspektivat e saj të shprehura në nivelin e treguesve ekonomiko-financiarë si dhe nga një seri kushtesh

më të përgjithshme të degës dhe të ekonomisë së një vendi në tërësi, të cilat ndikojnë fuqishëm në zgjedhjen e metodës së vlerësimit të një njësie ekonomike.

2.5. Disa pyetje dhe “miteme” që ngrihen lidhur me vlerësimin

Lidhur me procesin e vlerësimit ngrihen një sërë pyetjesh. Në gamën e pyetjeve që lidhen me këtë proces kaq të rëndësishëm, në këtë punim, do të përmendim disa prej tyre, të cilat kanë lidhje direkte me rezultatet e këtij punimi.

- Çfarë është më e rëndësishme për përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike? Për drejtuesit është vlera e aksionit, për furnitorët flukset e mjeteve monetare, për kreditorët fitimi dhe vlera e aktiveve etj. Secila kategori individësh, ka në përputhje me qëllimet e veta karshi njësisë ekonomike, treguesit e vet, për përcaktimin e vlerës.

- A ka një metodologji të pranuar nga të gjithë? Jo, çdo kategori individësh dhe të interesuarish tenton të adoptojë një si më të mirën për problemet që vet ajo ngrë. Duhet të theksojmë se çdo metodë përfshin supozime të caktuara, të cilat duhet të pranohen që të mund të realizohet procedura e zbatimit të saj. Secila nga këto supozime do të duhet të marrë kontrollin dhe ndoshta do të çojë në supozime të tjera. Prandaj dhe për këtë arsye, zakonisht procedura e vlerësimit të njësisë ekonomike përmban të paktën dy metoda, në mënyrë që përdoruesi përfundimtar i studimit të vlerësimit, të zgjedhë metodën që mendon se përshtatet më mirë për nevojat e tij dhe të zvogëlohet apo eliminohet njëanshmëria e studjuesit.

- Sa shpesh zbatohet procedura e vlerësimit? Deri më sot shumë rrallë, vetëm në rastet e blerjes- bashkimit, hyrjes në bursë, projekteve investues etj. Por me hyrjen e Standardeve Ndërkombëtare të Raportimit Financiar(SNRF), procedura zbatohet pothuajse çdo ditë. Çdo letër me vlerë, çdo investim në pasuri fikse, duhet të vlerësohet me vlerën e tij aktuale të tregut.

- A ndikon madhësia? Madhësia e një njësie ekonomike është një masë kritike për marrjen e vendimit dhe ka një korrelacion të lartë me vlerën e njësisë.

- Si matet dhe vlerësohet madhësia e njësisë ekonomike, cili është kriteri më i përshtatshëm(numri i të punësuarve, aktivet qarkulluese, aktivet fikse, fitimi etj.) Por koeficienti i korrelacionit, në asnjë rast nuk është 1 dhe për pasojë do të duhet që çdo rast të studjohet më vete.

- A kanë vlerë më të madhe njësitë ekonomike që zhvillohen më shpejt? Është e evidente që shpejtësia e zhvillimit të një njësie ekonomike përbën një të dhënë të rëndësishme gjatë procedurës së vlerësimit (mbi bazën e ritmeve historike të zhvillimit, përcaktohen dhe koeficientët e zhvillimit të ardhshëm). Zhvillimi më i shpejtë i disa njësive ekonomike, mund të jetë për shkak të rrethanave të përshtatshme, miratimit të kontratave etj. Nëse zhvillimi ka ardhur si rezultat i pozicioneve strategjike dhe manovrave taktike të njësisë ekonomike për shfrytëzimin e mundësive dhe eliminimin e dobësive dhe kërcënimeve, atëherë është më e mundshme që ritmet e zhvillimit të vazhdojnë, nëse ekipi drejtues, që arriti këto rezultate vazhdon të jetë në këtë njësi ose nëse paraqiten mundësi të reja .

Ne literaturën ndërkombëtare janë hasur disa koncepte të gabuara ose mite lidhur me vlerësimin. Një nga teoricienët kryesorë të vlerësimit, A. Damodaran², ka identifikuar disa të tilla:

Miti 1: Vlerësimi është një shkencë që “prodhon” rezultate të sakta dhe jep përgjigje të sakta e konkrete.

Të gjitha metodat e vlerësimit janë të njëanshme. E vetmja pyetje që lind këtu është se sa të njëanshme janë. Përdorimi i metodave sasiore nuk do të thotë që minimizohet njëanshmëria ose mundësia e gabimit. Drejtimi dhe rëndësia e njëanshmërisë në secilën metodë vlerësimi të zbatuar është drejtpërdrejtë në analogji me qëllimin për të cilin bën dikush vlerësimin.

Miti 2: Një vlerësim i mirë sjell një vlerësim shumë të saktë të vlerës.

Nuk ka rezultate shumë të sakta me zbatimin e çfarëdo metode vlerësimi. Ka raste kur rezultatet e vlerësimit janë më të mira kur metoda e vlerësimit paraqet saktësinë më të vogël të mundshme.

Miti 3: Sa më sasior dhe i ndërlikuar të jetë një model aq më të mira janë rezultatet e vlerësimit.

Më të shumtat e modeleve të thjeshta të vlerësimit funksionojnë më mirë se sa shumica e të përbërave, duke iu afruar më shumë realitetit. Interpretimi i një modeli

² A. Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>

vlerësimi është në përpjestim të zhdrejtë me sasinë e të dhënave që duhet të futim në to.

Miti 4: Vlerësimi është kompleks dhe ekzistojnë qindra modele dhe metoda vlerësimi në dispozicion.

Çdo model dhe metodë drejtohet në njësitë ekonomike të kategorive dhe degëve konkrete dhe funksionon vetëm nëse merren parasysh vlerësimet dhe supozimet që e bëjnë të japë rezultate të sakta dhe korrekte.

Miti 5: Nuk mund të vlerësohen njësi ekonomike që funksionojnë për një periudhë të shkurtër dhe paraqesin dëme.

Në njësitë e reja ekonomike ekzistojnë probleme të rëndësishme: a) dëme, si pasojë e rritjes së amortizimit, shtimit të shpenzimeve për reklamë, investime, etj. b) akoma është e vështirë të gjenden të dhëna për njësitë ekonomike që gjenden në të njëjtën pikë të ciklit të biznesit. c) nuk ka të dhëna dhe gjendje financiare të mëparshme për analizën dhe krijimin e parashikimeve pothuajse të sigurta.

Miti 6: Një vlerësim i dokumentuar mirë i vlerës së një njësie ekonomike qëndron për një periudhë të pacaktuar.

Në një ekonomi të fuqishme, të dhënat ekonomike ndryshojnë shumë shpejt. Interesat dhe inflacioni luhaten, degët zhvillohen ose dobësohen, kuadri ligjor e tatimor modifikohet. Vetë njësia ekonomike shndërrohet, evoluon, zhvillohet.

Miti 7: Rëndësi ka rezultati dhe jo procedura e vlerësimit.

Procedura siguron paanshmërinë, përshtatshmërinë e të dhënave dhe rrjedhën e stjuduesit. Dokumentimi i çështjeve, supozimeve dhe të dhënave është kritik për rezultatin përfundimtar dhe përfundimisht e rindërton atë. Procedura është ajo që i jep vlerë rezultatit dhe jo rezultati t'i japë vlerë procedurës. Etj.

Kapitulli 3

KUPTIMI, PROCEDURA DHE KATEGORITË E MODELEVE TË VLERËSIMIT

- **Vlerësimi i njësive ekonomike. Kuptimi dhe qëllimi i vlerësimit. Procedura e vlerësimit. Parimet bazë të vlerësimit. Analiza e strategjisë së biznesit dhe roli i saj në vlerësim.**
- **Kategoritë e modeleve të vlerësimit. Përqasja bazuar në vlerën kontabël. Zbatimi i përqasjes bazuar në vlerën kontabël, si më e përdorshme në Shqipëri. Përqasja bazuar në treg. Përqasja bazuar në fitim.**
- **Baza e gjithë modeleve të vlerësimit.**

3.1. Vlerësimi i njësive ekonomike

3.1.1. Kuptimi dhe qëllimi i vlerësimit

Duke studjuar literaturën vihet re se ka metoda të ndryshme, të cilat përdoren për përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike.

Suksesi i një njësie ekonomike matet me vlerën e saj. Shumë biznesmenë nuk njohin vlerën e vërtetë të njësisë ekonomike që ata drejtojnë. Ata merren me vlerësimin vetëm kur janë të detyruar ta bëjnë atë për shkaqe të ndryshme (si në rastin e bashkimit apo blerjes), por edhe në atë rast shkojnë drejt zgjedhjes së mënyrave empirike të vlerësimit.

Si koncept, vlerësimi është procesi i konvertimit të parashikimeve të ardhshme në një vlerësim për vlerën e një njësie të biznesit ose një pasurie të veçantë ose thënë ndryshe, vlerësimi është procesi i përcaktimit të vlerës reale të një elementi pasuror të një njësie ekonomike ose të një letre me vlerë, që bazohet në vlerat pasurore të dhëna, por edhe në fitimet e ardhme që do të ketë dikush nga zotërimi i tyre.

Vlerësimi është nga natyra një procedurë e ndërlikuar që kërkon aftësi të veçanta, njohje të tregut, si dhe aftësi kritikuese.

Duke u mbështetur në mendimet e shumë analistëve, theksojmë se çdo metodë vlerësimi duhet të përmbushë këto objektiva:

- ✓ Të sigurojë informacionin më të gjerë të mundshëm për njësinë ekonomike që vlerësohet.
- ✓ Informacioni të jetë i kuptueshëm dhe të përdoret lehtë.
- ✓ Vlera aktuale e njësisë ekonomike të trajtohet në mënyrën më të kënaqshme.
- ✓ Të gjitha informacionet të vërtetohen dhe të gjitha vlerësimet të justifikohen.
- ✓ Të përcaktohen me saktësi kufizimet e vlerësimit. Kjo në rastin kur burimet e informacionit në lidhje me njësinë ekonomike, nuk janë të dokumentuara saktësisht.

3.1.2. Pocerura e vlerësimit

Që të vlerësojmë një njësi ekonomike duhet të kemi parasysh çfarë është një njësi ekonomike, si funksionon ajo, si financohet, si krijon vlerë etj. Për një njësi ekonomike ka dy kategori financuesish: vetë aksionerët, që janë edhe krijuesit e saj

dhe kreditorët e jashtëm (kryesisht Bankat, investuesit e jashtëm etj.). Që të dyja këto kategori financuesish të veprimtarisë së njësisë ekonomike synojnë të marrin në të ardhmen shuma monetare të tilla që edhe të kompensojnë koston e privimit të një vlere të tillë nga pasuria e tyre, por edhe të shpërblehen për rrezikun që ndërmarrin duke financuar një njësi ekonomike të tillë. Njësi ekonomike nga funksionimi i saj duhet të sigurojë aq vlerë, në mënyrë që, fillimisht të mbulojë detyrimet e saj ndaj kreditorëve në kolateral dhe interesa, por dhe ndaj aksionerëve bazë, të cilët kërkojnë fitim mbi kapitalin e investuar në të. Në këtë mënyrë, vlera totale e një njësie ekonomike mund të paraqitet si shuma totale e kërkesave ndaj saj :

Vlera e një njësie ekonomike = Vlera e borxhit + Vlera e kapitalit të vet.



Përsa i përket aktivitetit të një njësie ekonomike, dallohen tre lloj aktivitetesh :

1. Aktiviteti financiar - procesi i financimit të një njësie ekonomike, qoftë me kapitalin e vet, qoftë me burime të jashtme financimi.
2. Aktiviteti investues – pas grumbullimit të kapitaleve të nevojshme (nga aktiviteti financiar) ato drejtohen drejt sigurimit të aktiveve të trupëzuara ose të patrupëzuara, të nevojshme për funksionimin e aktivitetit të njësisë ekonomike.
3. Aktiviteti operativ – aktiviteti prodhues-tregëtar i njësisë ekonomike, në të cilin bashkëveprojnë faktorët e prodhimit, për prodhimin dhe sigurimin e të mirave dhe shërbimeve ndaj të tretëve dhe arkëtimin e vlerave monetare prej tyre. Në një njësi ekonomike të suksesshme, aktivitetet prodhuese krijojnë sasi të konsiderueshme të vlerave monetare në mënyrë që të riinvestohet në aktive për vazhdimësinë ose zgjerimin e aktivitetit, por edhe të përmbushen detyrimet ndaj financuesve. Është

shumë e rëndësishme të njohim mjedisin, procesin e funksionimit të një njësie ekonomike dhe mënyrën e krijimit të vlerës. Sigurimi i fitimit është gjithashtu mjaft i rëndësishëm, sepse ai përbën garancinë për vazhdimësinë e funksionimit të njësisë ekonomike dhe likuidimin e kreditorëve të saj.

Një element i rëndësishëm që duhet të theksohet në aktivitetin e një njësie ekonomike është zbatimi i një strategjie të caktuar, e cila përbën qëllimin kryesor dhe shkakun e ekzistencës së saj. Drejtuesit e një njësie ekonomike studjojnë shumë ide, analizojnë mjedisin e brendshëm dhe të jashtëm të saj, avantazhet dhe dobësitë e saj dhe konkludojnë në zgjedhjen e një strategjie që mendojnë se duhet të ndjekë me përpikmëri njësi ekonomike. Por shpesh është dëshmuar se kjo strategji është një kuptim abstrakt, i paqartë, i panjohur madje edhe midis vetë drejtuesve të lartë të një njësie ekonomike. Analiza jep një ndihmë të madhe në hartimin dhe zbatimin e një strategjie. Mënyra e zgjedhjes së investimit dhe drejtimit mbi bazën e analizës themelore të vlerësimit quhet drejtimit mbi bazën e vlerës (value based management) dhe konsiderohet si kombinimi më i mirë bashkëkohor i drejtimit të njësisë ekonomike.

Procesi i vlerësimit presupozon parashikimin e hyrjeve të ardhshme, kështu që është i nevojshëm një model parashikimi i cili do të bazohet në të dhëna financiare konkrete, të cilat do të merren kryesisht nga pasqyrat financiare. Ky proces është objekt i analizës themelore të vlerësimit. Analiza themelore e vlerësimit është metoda e analizës së informacionit të pasqyrave financiare, krijimi i parashikimeve dhe vlerësimi përfundimtar i një njësie ekonomike apo letre me vlerë.

Vlerësimi ndjek katër stade (Fig.3.1):

1. Analiza e njësisë ekonomike. Në këtë stad analisti përpiqet të kuptojë karakteristikat e njësisë ekonomike dhe degës në të cilën ajo bën pjesë . Duhet të njohë gjithcka rreth saj, mjedisit ku ajo funksionon, konkurrencën dhe çdo gjë tjetër që ka lidhje me të ardhmen e njësisë ekonomike. Njohja e strategjisë së krijimit të vlerës është përcaktuese. Analisti duhet të bëjë një analizë të brendshme dhe më pas një analizë të jashtme për të njohur faktorët që ndikojnë në ecurinë e njësisë ekonomike. Gjithashtu duhet të vlerësohet niveli i riskut. Sasia dhe koha e flukseve të mjeteve monetare nuk mund të përcaktohet me siguri. Për këtë arsye, shumica e investitorëve përpiqen të shmangin investimet risikoze.

2. Analiza e gjendjes financiare. Kjo përfshin analizën kontabël, nëpërmjet së cilës analisti përpiqet të njohë metodat kontabël dhe supozimet në bazë të së cilave u përgatitën gjendjet financiare. Pasi rishikohen këto gjendje financiare, analisti do t'i studjojë ato duke përdorur raportet për të nxjerrë konkluzione të rëndësishme për funksionimin dhe zhvillimin e njësisë ekonomike.

3. Parashikimi. Duke vlerësuar informacionin dhe të dhënat nga dy fazat e mësipërme, analisti kalon në fazën e parashikimit të rezultateve ekonomike në periudhat e ardhme. Në përshtatje me modelin e vlerësimit që do të përdorë, analisti do të duhet të bëjë parashikime për madhësi të ndryshme të gjendjeve ekonomike. Nëse përdoret si model vlerësimi, fitimi, do të nevojitet të bëhet parashikim për madhësinë e tij në të ardhmen, nëse përdoret fluksi i mjeteve monetare, do të duhet të bëhet parashikim për madhësinë e fluksit të mjeteve monetare në të ardhmen, e kështu me rradhë.

4. Vlerësimi. Në këtë fazë analisti duke përdorur një nga modelet përpiqet të llogarisë vlerën e vërtetë të një njësie ekonomike. Në varësi të njohurive të analistit përdoret edhe modeli i vlerësimit më i përshtatshëm për çdo rast. Duhet të kihet kujdes në llogaritjen dhe interpretimin e rezultateve.



Fig.3.1. Statet e vlerësimit

Qëllimi i vlerësimit të një njësie ekonomike është të ndihmojë në orientimin e marrjes së një vendimi të drejtë investues apo drejtues. Duke qënë se risku dhe pasiguria ekziston në shumicën e vendimeve të biznesit vlera duhet të analizohet në bazë të situatave konkrete dhe të vlerësohet gama e vlerave që pasqyrojnë këtë pasiguri.

Deri më sot nuk ka një model apo metodë të prerë vlerësimi. Një nga metodat që përdoret më shumë në vlerësim, është ajo mbi bazën e fitimit.

Vlerësimi përmendet në shumë aspekte financiare. Për këtë arsye, vlerësimi i përket ekonomisë, drejtimit të njësive ekonomike, marketingut etj.

3.1.3. Parimet bazë të vlerësimit

Llogaritja e vlerës së një njësie ekonomike, pra vlerësimi i elementëve të gjendjes pasurore të saj, është një procedurë e domosdoshme dhe shumë e rëndësishme, për çdo njësi ekonomike që operon në një mjedis ekonomik ku mbizotëron pasiguria dhe ndryshimi i shpejtë i të dhënave ekonomiko-financiare. Duke llogaritur vlerën e një njësie ekonomike, në fakt bëhet një përpjekje për llogaritjen, në mënyrë sa më objektive të vlerës së saj të tregut.

Ekzistojnë disa parime specifike dhe thelbësore, të cilat duhet të merren parasysh nga ata që synojnë të bëjnë vlerësimin e një njësie ekonomike, pavarësisht qëllimit për të cilin bëhet ky vlerësim.

Fillimisht, çdo element pasuror i një njësie ekonomike, qoftë material ose jo material, ka një vlerë të caktuar. E rëndësishme, për të manaxhuar me efikasitet dhe efektivitet, këta elementë pasurorë, është të kuptosh burimin nga rrjedh vlera e tyre.

Kjo është shumë e rëndësishme në procedurën e vlerësimit të një njësie ekonomike. Po kaq e rëndësishme është natyra e elementëve pasurorë që do të vlerësohen dhe informacionet e vlefshme që kemi për këto elementë pasurorë. Vetëm atëherë, mundet që procedura e vlerësimit të jetë e besueshme dhe objektive, kryesisht nëse marrim parasysh pasigurinë që ekziston si brenda një njësie ekonomike, e cila vjen nga vetë natyra e elementëve pasurorë të vlerësuar, ashtu edhe në mjedisin e jashtëm të saj, i cili është i paqëndrueshëm dhe shpesh i paparashikueshëm.

Ekzistencën e kësaj pasigurie duhet ta marrë parasysh çdo analist në vlerësimin e një njësie ekonomike.

Për të llogaritur vlerën e një njësie ekonomike, përdoren përjasje dhe modele të ndryshme vlerësimi, si përjasja bazuar në vlerën kontabël, përjasja bazuar te tregu dhe përjasja bazuar në të ardhurat. Këto përjasje janë sasiore, pra na japin rezultate të cilat janë të matshme dhe si pasojë të krahasueshme. Fakti që bëhet fjalë për përjasje sasiore, nuk do të thotë që rezultatet e tyre janë plotësisht objektive, rrjedhimisht dhe të besueshme. Rol kryesor luan lloji i informacionit, përse i takon njësisë ekonomike, dhe të dhënave që përdorim në këto përjasje vlerësimi. Cilësia e informacioneve që do të përdoren, përcakton se sa paanshmëri dhe objektivitet do të ketë rezultati përfundimtar që do të dalë nga procesi i vlerësimit. Shpesh, informacioni dhe të dhënat që ka në dispozicion ai që kërkon të bëjë vlerësimin e një njësie ekonomike, janë të pakta dhe jo shumë të besueshme, kryesisht si pasojë e faktit të pamundësisë së marrjes së të dhënave reale prej tyre. Këtë vështirësi e ndeshëm edhe gjatë mbledhjes së informacionit për nevojat e realizimit të këtij punimi. Pamundësia e sigurimit të të dhënave të mjaftueshme dhe të besueshme, bëri që një nga përjasjet më të rëndësishme të vlerësimit të njësive ekonomike, siç është përjasja bazuar në të ardhura, të mos mund të përshtatet për njësitë ekonomike të kampionit tonë. Për të zbutur disi shkallën e njëanshmërisë, analistët duhet të kontrollojnë në mënyrë të hollësishme të dhënat dhe informacionet që do të përdorin, në mënyrë që të zgjedhin vetëm ato që janë të domosdoshme. Gjithashtu, ata duhet të shmangin shpalljen publike të vlerës reale të njësisë ekonomike, para se të përfundojë procedura e vlerësimit dhe nuk duhet që vetë analistët të jenë të njëanshëm që në fillim të procesit të vlerësimit, nëse një njësi ekonomike është e mbivlerësuar apo e nënvlerësuar.

Shpesh, vetë analistët që bëjnë vlerësimin, duke dashur të arrijnë një rezultat konkret, veprojnë në mënyrë të njëanshme për të arritur në këtë rezultat. Kështu nëse një njësi ekonomike do të blehet nga një tjetër, ka shumë mundësi që kjo njësi ekonomike të jetë vlerësuar nga njësia ekonomike që kërkon ta blejë me një vlerë shumë më të vogël se vlera reale e saj. Edhe pse kjo nuk mohon rezultatin e procedurës së llogaritjes së vlerës të njësisë ekonomike, gjithësesi çdo i interesuar duhet ta studjojë me kujdes dhe skepticizëm. Diçka e ngjashme, duket se ka ndodhur

në vitin 2001, në Shtetet e Bashkuara të Amerikës³, me krizën në të ashtuquajturat, aksionet e “ekonomisë së re” (new economy stocks), rezultat i së cilës ishte humbja e parave të shumë investitorëve.

Analistët, duke dashur të bindin investitorët të investojnë në njësi ekonomike të caktuara, i paraqesin ato si të shëndosha financiarisht dhe fitimprurëse. Vlera e tyre reale ishte shumë më e vogël se ajo që paraqitej të ishte. Ky fakt shtyu shumë firma financiare, si për shembull, Merrill Lynch, të ndalojë në drejtuesit e analistëve të aksioneve, të jenë aksionerë në njësitë ekonomike që ata mbulojnë dhe analizojnë.

Vlera e një njësie ekonomike, siç mund të llogaritet me një nga modelet e vlerësimit, është rezultat i analizës së disa të dhënave dhe informacioneve të caktuara, që i përkasin vetë njësisë ekonomike, si dhe disa të dhënave që lidhen me degën që ajo funksionon dhe ekonomisë në përgjithësi. Meqënëse këto të dhëna ndryshojnë shumë shpejt, siç e theksuam edhe më sipër, është e domosdoshme të përshtatim procedurën e vlerësimit, në mënyrë që të trupëzojmë në të informacionet e reja, mjaft të vlefshme. Në këtë mënyrë arrijmë që gjithmonë të kemi një llogaritje në kohën e duhur të vlerës së njësisë ekonomike që kërkojmë të vlerësohet. Kjo na jep mundësinë për të njohur gjendjen në të cilën ndodhet njësia ekonomike në çdo moment, si dhe të mund të bëjmë krahasime me periudha të mëparshme të njësisë ekonomike në fjalë me të tjera njësi ekonomike të degës që operon, por dhe ecurinë e saj në lidhje me ekonominë në përgjithësi.

Çdo ndryshim në normat e interesit si dhe çdo ndryshim në degë apo ekonomi, ndikon në vlerësimin e gjithë njësisë ekonomike, si brenda degës, ashtu dhe brenda ekonomisë. Kështu, shenja që tregojnë se ekonomia është në rritje, ndoshta mund të çojnë në rishikim të ritmit të zhvillimit të njësisë ekonomike, nëse marrim parasysh faktin se ritmi i zhvillimit të një njësie ekonomike, përcakton në një masë të konsiderueshme vlerën e saj. Është e qartë se analisti duhet të fusë të dhëna të reja në metodën që përdor për llogaritjen e vlerës së një njësie ekonomike, në mënyrë që rezultati, pra vlera e njësisë ekonomike, të jete më i besueshëm dhe më objektiv.

Sado e kujdesshme të jetë procedura e vlerësimit të një njësie ekonomike, gjithmonë ekzistojnë mundësi për gabime. Mundësitë që të arrijmë në një rezultat për të cilin nuk mund të jemi plotësisht të sigurt janë të shumta. Kjo rrjedh nga supozimet

³ Damodaran, A., 2002, Investment Valuation, 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York.

e bëra gjatë zgjatjes së procedurës së vlerësimit, të cilat lidhen me trendin e ardhshëm si të njësisë ekonomike që duhet të vlerësojmë, ashtu dhe të ekonomisë në përgjithësi.

Besimi dhe dëshira për të arritur në një rezultat të sigurt dhe objektiv, është diçka që nuk është në përputhje me realitetin. Një parashikim i gabuar në flukset e mjeteve monetare që mund të ketë njësia ekonomike në të ardhmen, ose llogaritja e gabuar e nivelit të normave të skontimit, ka si pasojë nxjerrjen e vlerës së njësisë ekonomike të shprehur në një numër që nuk paraqet, në asnjë mënyrë, vlerën reale të saj.

Niveli i saktësisë që karakterizon rezultatin e një vlerësimi mund të ndryshojë nga njëri investim në tjetrin. Konkretisht, se sa i saktë mund të jetë vlerësimi i një njësie ekonomike, varet në mënyrë të veçantë nga disa karakteristika të caktuara të saj, siç mund të jetë madhësia e saj, stadi në të cilin ndodhet kjo njësi ekonomike brenda ciklit të jetës së saj (nëse është në stadin e zhvillimit apo të pjekurisë), ecuria ekonomike e saj deri në momentin e vlerësimit, dega në të cilën bën pjesë si dhe gjendja dhe ecuria e ekonomisë në përgjithësi. Kështu, llogaritja e vlerës së një njësie të madhe ekonomike, që gjendet në stadin e pjekurisë së saj dhe ka historinë e saj në fushën ku operon, është më e thjeshtë të realizohet dhe rezultati do të jetë më i saktë, se sa një njësi ekonomike që është në fillimet e jetës së saj.

Këto ndryshime i takojnë vështirësive që hasin analistët dhe drejtuesit e njësive ekonomike të bëjnë parashikime të sakta në lidhje me të ardhmen e këtyre njësive ekonomike, të degës dhe të ekonomisë në përgjithësi. Në këtë mënyrë krijohet një spirale; kështu, shumë analistë dhe investitorë, duke përdorur si justifikim pasigurinë në lidhje me të ardhmen dhe mungesën e informacionit, nuk i kushtojnë vëmendjen e duhur procedurës së vlerësimit duke çuar në një rezultat të pasaktë dhe të pabesueshëm.

Nga ana tjetër, ka analistë që përpiqen të kundërshtojnë si vështirësitë e mësipërme, ashtu dhe kategorinë e analistëve të përmendur më sipër, duke i bërë modelet e vlerësimit sa më shumë të jetë e mundur, sasiorë. Kjo është dhe një nga mitet e vlerësimit të një njësie ekonomike: “Sa më sasior dhe i ndërlikuar të jetë një model aq më të mira janë rezultatet e vlerësimit”. Ky grup analistësh mbron idenë se duke bërë një model vlerësimi sa më sasior, duke i futur atij sa më shumë të dhëna dhe informacione, rezultati që do të marrim do të jetë më i saktë se sa në rastin e kundërt. Por kjo mbart në vetvete mjaft rrisqe. Analisti duke futur sa më shumë të dhëna për të llogaritur vlerën e njësive ekonomike me saktësi, shton njëkohësisht

mundësinë që shumë nga të dhënat e futura të mos jenë të përshtatshme për t'u përdorur. Kjo nënkupton faktin që shkalla e saktësisë të rezultatit që do të na japë modeli, mundet shumë thjesht të krijojë dyshime dhe të mos konsiderohet i besueshëm. Kur ndodh diçka e tillë, përgjegjësia e gabimit nuk duhet të rëndojë tërësisht vetëm modelin që u përdor për vlerësim, por edhe analistët që bënë vlerësimin.

Në mënyrë që të eliminohen gabime të tilla, konsiderohet e rëndësishme që të merren në konsideratë tre momente të rëndësishme, lidhur me vlerësimin e njësive ekonomike dhe të dhënave që përdoren për çdo metodë vlerësimi. Para së gjithash, "kursimi" në të dhënat që përdorim, sugjeron furnizimin e metodës që do të përdorim me aq të dhëna sa nevojiten për të arritur në një rezultat sa më të saktë dhe të besueshëm. Momenti i dytë që duhet t'i japim rëndësi është fakti se gjithmonë ekziston një lloj konsiderate midis përfitimeve që vijnë nga përpjekja për ta bërë metodën sa më të hollësishme (duke supozuar në këtë mënyrë se do të jetë më e saktë) dhe kostos që merret në konsideratë për ta bërë metodën të tillë. Momenti i tretë që duhet të marrim në konsideratë është fakti se vlerësimin e një njësie ekonomike nuk e bën metoda që ne përdorim për ta vlerësuar atë, por analisti. Kjo do të thotë që në një mjedis financiar bashkëkohor e të paqëndrueshëm, në të cilin ekziston tepriç informacioni, analisti duhet të jetë në gjendje të gjykojë se cili informacion është i nevojshëm për të dhe cili jo. Ky detaj është gjithashtu i rëndësishëm në zgjedhjen e metodave dhe teknikave të vlerësimit.

Veç zgjedhjes së metodës dhe furnizimit të saj me informacionet e nevojshme, një rol të rëndësishëm luan fakti se sa të përqëndruar jemi në procedurën e vlerësimit. Është e rëndësishme të saktësohet që në fillim se kur llogarisim vlerën e një njësie ekonomike, nuk duhet të jemi të fiksuar vetëm te rezultati që do të marrim, por edhe te procedura që do të ndjekim për të arritur në këtë rezultat. Duke ndjekur këtë teknikë, na jepet mundësia të selektojmë informacione dhe të vlerësojmë më mirë dhe më saktë njësinë ekonomike në fjalë. Duke i dhënë rëndësi mënyrës me anë të së cilës arritëm në rezultatin përfundimtar, mund t'i japim përgjigje dhe pyetjeve të tjera, si për shembull, çfarë duhet të paguajmë për emrin e njësive ekonomike dhe çfarë ndikimi ka marzhi i fitimit në vlerën e saj.

Fakti që procedura e vlerësimit të një njësie ekonomike, veç vlerës së saj, është në gjendje të na japë edhe informacione dhe përgjigje të tjera të rëndësishme, forcon idenë e shumë individëve të botës së biznesit që besojnë se tregjet janë të pamjaftueshme dhe për pasojë, metoda më rezultative që të përfitojë dikush ekonomiksht është përdorimi i vlerësimit.

Nga ana tjetër, janë ata që pranojnë se tregjet karakterizohen nga mjaftueshmëria, për pasojë, çmimi i tregut është përcaktimi më i saktë i vlerës. Por edhe kjo kategori, mund të konsiderojë se vlerësimi mundet akoma të kontribuojë pozitivisht, sidomos kur detyrohen të vlerësojnë ndikimin e një ndryshimi në mënyrën me të cilën vazhdon të funksionojë njësia ekonomike, ose për të kuptuar se si dhe pse ndryshojnë çmimet në treg, çfarë mekanizmi gjendet pas këtij ndryshimi dhe çfarë masa mund të merren.

Megjithatë, nuk është e qartë se si një treg mund të jetë i mjaftueshëm dhe eficient, nëse nuk përpiqen investitorët të identifikojnë aksionet e mbivlerësuar dhe ato të nënvlerësuar dhe në bazë të këtyre vlerësimeve të operojnë me sukses në fushën e biznesit. Duhet të kemi parasysh se shpesh fenomenet nuk janë siç paraqiten. Kështu, një aksion që paraqitet me një vlerë të lartë, ka mundësi të jetë i mbivlerësuar. Kur vlera që del nga procedura e vlerësimit, ndryshon në mënyrë të konsiderueshme nga vlera e tregut, atëherë konsiderojmë se tregu është i saktë dhe pastaj përpiqemi të saktësojmë nëse diçka është nënvlerësuar apo mbivlerësuar.

Duke u mbështetur në analizën e mësipërme, bëhet e qartë rëndësia e procedurës së llogaritjes së vlerës së një njësie ekonomike. Tërësia e informacioneve që ne marrim, na lejon të japim zgjidhje dhe përgjigje për çeshtje që i takojnë njësisë ekonomike, në mënyrë sa më të saktë dhe objektive.

3.1.4. Analiza e strategjisë së biznesit dhe roli i saj në vlerësim

Një nga mjetet më të rëndësishme në vlerësimin e njësisive ekonomike, konsiderohet analiza e strategjisë së biznesit, e cila përbën pikënisjen për analizën e gjendjeve financiare të një njësie ekonomike. Analiza e strategjisë i jep mundësinë analistit të nxjerrë në pah gjendjen financiare në një nivel me cilësor dhe paralelisht i lejon të njohë faktorët kryesorë të përfitueshmërisë së njësisë ekonomike si dhe risqet

e konsiderueshme të saj.⁴ Në këtë mënyrë, ndihmon analistin të vlerësojë në mënyrë të saktë mundësinë e njësisë ekonomike për ruajtjen e performancës dhe kryerjen e parashikimeve të sakta e realiste për ecurinë në të ardhmen.

Në përgjithësi, është pranuar se në çfarë mase kthimi mbi kapitalin e vet kapërcen koston e kapitalit, varet nga zgjedhjet strategjike të njësisë ekonomike dhe kryesisht nga:

- Zgjedhja e degës apo degëve ku ushtron aktivitetin njësia ekonomike.
- Mënyrën që zgjedh për të konkurruar njësitë e tjera ekonomike të degës
- Mënyrën me të cilën parashikon të krijojë dhe të shfrytëzojë bashkëpunimet brenda zonës së aktivitetit që zotëron.

Analiza e strategjisë përmban analizën e të tre këtyre elementëve. Le t'i analizojmë me rradhë.

➤ *Analiza e degës*, konsiston në njohjen e atyre faktorëve që ndikojnë në mënyrë të konsiderueshme në rentabilitetin e degës. Rentabiliteti mesatar i një dege ndikohet nga ato që quhen *pesë forcat e Porter*, pra, nga intensiteti i konkurrencës midis njësive ekonomike ekzistuese, barrierat e hyrjes, kërcënimi nga produktet zëvendësuese, fuqia negociuese e blerësve dhe fuqia negociuese e furnitorëve. Gjatë analizës së degës, analisti duhet të vlerësojë efektet aktuale të secilit faktor dhe të bëjë parashikime për ndryshime të mundshme në të ardhmen.

➤ *Analiza e strategjisë konkurruese* të njësisë ekonomike qëndron në gjetjen e mënyrës me të cilën përpiqet të krijojë avantazh konkurrues karshi konkurrentëve të saj. Analisti duhet të identifikojë strategjinë e synuar, faktin se sa njësia ekonomike përmbush kushtet e nevojshme për zbatimin e saj si dhe risqet që ka kjo strategji. Veç kësaj duhet të vlerësojë nivelin e ruajtjes dhe vazhdimin të strategjisë në fjalë.

➤ *Analiza e strategjisë së njësive ekonomike* ka të bëjë me analizën e aftësisë së saj të krijojë vlerë duke zhvilluar shumë aktivitete njëherazi. Kjo arrihet, kryesisht me kufizimin e kostos ose shtimin e të ardhurave nëpërmjet shfrytëzimit të burimeve specifike që vijnë nga bashkëpunimet që zhvillohen midis aktiviteteve të njësive

⁴ Palepu, Healy, Bernard, “*Business analysis & valuation-using financial statements*”, third edition, copyright 2004 by South-Western.

ekonomike. Këto burime që të kenë vlerë, duhet të jenë të pandashme brenda njësisë ekonomike, të patregëtueshme dhe të mos kopjohen nga konkurrenca.

Është e qartë se të dhënat që dalin nga analiza e strategjisë së njësisë ekonomike, përbëjnë një ndihmë të madhe për një analizë ekonomike të mëtejshme, e cila është e domosdoshme për procesin e vlerësimit. Kështu, analisti mund të kontrollojë se në ç' masë politikat dhe vlerësimet kontabël janë të lejueshme, të ligjshme, lidhur me strategjinë e njësisë ekonomike.

Si përfundim, analiza e strategjisë së një njësie ekonomike luan një rol të rëndësishëm për vlerësimin e saj, nga njëra anë, sepse lejon analistin të vlerësojë nëse dhe për sa kohë divergjenca në performancën midis njësisë ekonomike dhe degës ku vepron, ka mundësi të zgjerohet dhe nga ana tjetër, lehtëson parashikimin e investimeve të nevojshme, në mënyrë që njësia ekonomike të ruajë avantazhin konkurrues.

3.2. Kategoritë e modeleve të vlerësimit

Ekzistojnë tre kategori metodash vlerësimi (Fig.3.2):

1. Përqsja bazuar në vlerë (value based approach or asset based approach). Në këtë kategori bëjnë pjesë të gjitha metodat tradicionale të vlerësimit të njësisë ekonomike, mbi bazën e të cilave, vlera e një njësie ekonomike mbështetet në përcaktimin e vlerës së aktiveve që disponon. Metoda më e përhapur e kësaj kategorie është ajo që quhet “metoda e vlerës kontabël” (Book Value).

2. Përqsja bazuar te tregu (market based approach). Këtu futet e ashtuquajtura metodë e koeficientëve (Multiples) ose ndryshe metoda e njësisë ekonomike të ngjashme në treg (Comparable Firms). Në përputhje me këtë metodë, përcaktimi i vlerës së një njësie ekonomike, mbështetet në mënyrën me të cilën tregu vlerëson njësi ekonomike të ngjashme ose të krahasueshme. Kushti bazë në përdorimin e kësaj metode është ekzistenca e fitimit.

3. Përqsja bazuar te të ardhurat (income based approach). Këtu bëjnë pjesë metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF, Discounted Cash Flow), dhe metoda e skontimit të dividendit (DDM, Dividend Discount Model). Sipas metodës së

skontimit të fluksit të mjeteve monetare, e cila është edhe metoda më e përdorshme sot në vlerësimin e njësive ekonomike, përcaktohet nga katër faktorë: aftësia e saj për të krijuar fluks të mjeteve monetare, ritmi i pritshëm i rritjes së këtyre flukseve, afatin që kërkohet, në mënyrë që njësia ekonomike të arrijë një ritëm të qëndrueshëm të zhvillimit dhe kostos së kapitalit. Për këtë arsye, që të rritet vlera e një njësie ekonomike, duhet të ndryshojë një ose më shumë nga këto variabla.

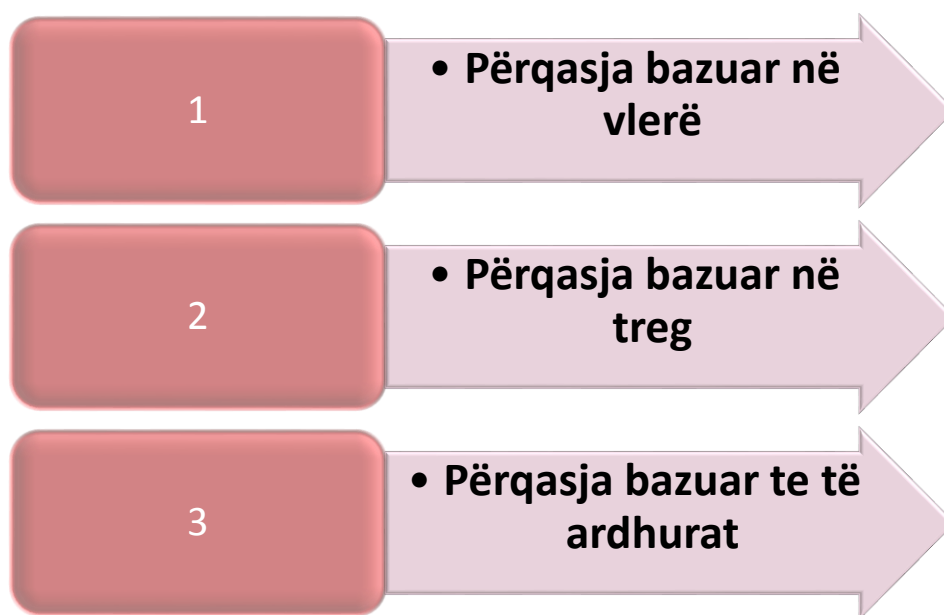


Fig.3.2. Kategoritë e modeleve të vlerësimit

3.2.1. Përqasja bazuar në vlerën kontabël (asset based approach)

Mënyra më e thjeshtë dhe më objektive për të vlerësuar një njësi ekonomike është të llogarisim vlerën e saj, duke u bazuar në pasuritë e saj. Praktikisht, në kushte ideale, kjo nënkupton të kemi bilancin e njësisë ekonomike në fjalë dhe të llogarisim diferencën Aktivi – Pasivin. Në thelb, në këtë llogaritje, shtojmë gjithë pasuritë e tundshme dhe të patundshme të njësisë ekonomike dhe zbrisim detyrimet e saj.

Përparësitë kryesore të kësaj metode janë thjeshtësia dhe fakti se ajo konsiston në një veprim matematikor dhe për këtë arsye nuk kërkon përdorimin e kritereve

subjektive. Vështirësia e vetme qëndron në vlerësimin e duhur të aktiveve, dhe në mënyrë të veçantë, të pasurive të paluajtshme, për faktin se trajtimi kontabël nuk është gjithmonë më i përshtatshmi. Vlera "historike" (pra çmimi i blerjes minus çdo amortizim) përdorur nga disa njësi ekonomike, shpesh nuk jep vlerën reale. Vlera më e mirë do të ishte kostoja e zëvendësimit (se sa do të kushtonte sot blerja e këtyre pasurive) ose shuma që mund të merret në qoftë se shiten menjëherë këto pasuri. Këto dy vlera janë të barabarta, në shumicën e rasteve, por mund të ndryshojnë, për shembull, për njësitë ekonomike që përballen me probleme të qëndrueshmërisë. Po ashtu, llogaritjet e vlerës së një njësie ekonomike, sipas kësaj metode, bazohen në një periudhë të dhënë, të paraqitur në bilanc. Duke qenë se dihet që bilanci është një "fotografi" e gjendjes pasurore të një njësie ekonomike në një periudhë të caktuar kohe, parashikimi për zhvillimet e ardhshme të mundshme, ose vlera në kohë e parasë, nuk përfshihen në llogaritje. Gjithashtu kjo kategori nuk merr parasysh faktorët e tjerë, të cilët nuk pasqyrohen në gjendjen pasurore, por kanë ndikim të rëndësishëm në vlerën e njësisë ekonomike, si për shembull gjendja aktuale e degës, burimet njerëzore në dispozicion, probleme të mundshme në drejtim etj.

Kjo metodë është e dobishme për njësitë ekonomike që operojnë në fusha që kërkojnë vlera të larta të aktiveve afat gjata dhe inventarëve, si dhe mbajtjen e pasurive të patundshme. Në të kundërt, në rastin e njësisë ekonomike me aktive afatgjata jomateriale, kjo metodë nënvlerëson vlerën e vërtetë të njësisë ekonomike. Për këtë arsye, vlera e llogaritur nga kjo metodë konsiderohet në një fare mënyre, si vlerë "minimale" dhe është përdorur kryesisht në rastet e njësisë ekonomike që përballen me vështirësi financiare. Megjithatë, kjo llogaritje është e dobishme për shkak se ajo mund të konsiderohet si bazë me të cilën mund të krahasohen të gjitha vlerësimet e tjera.

3.2.1.1. Zbatimi i përqasjes bazuar në vlerën kontabël, si më e përdorshme në Shqipëri

Megjithëse metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (Discounted Cash Flow), është metoda më e preferuar sot nga analistët për vlerësimin e një njësie

ekonomike, për kushtet në të cilat operojnë njësitë ekonomike shqiptare, është disi i vështirë zbatimi i kësaj metode. Nisur nga mungesa e një informacioni të plotë dhe të saktë për aplikimin me sukses të metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare dhe nga mosnjohja sa duhet e saj (gjë që u pa edhe nga sontazhi i zhvilluar për nevojat e këtij punimi, me rreth 100 njësi ekonomike) arritëm në konkluzionin se metoda më e përdorshme në Shqipëri nga analistët për vlerësimin e një njësie ekonomike, është metoda që bazohet në vlerën kontabël të asaj njësie.

Një hap i rëndësishëm i kësaj metode, është krijimi i besueshmërisë të elementëve të bilancit të njësisë ekonomike që do të vlerësohet. Që të arrihet me sukses kjo, analisti (në rolin e vlerësuesit) ka dy alternativa për zbatimin me sukses të metodës së vlerësimit. Në të dyja rastet duhet të merren parasysh kufizimet dhe rezervat lidhur me besueshmërinë e elementëve të bilancit që thamë më sipër. Në të dyja alternativat, përshtatja dhe vlerësimi i elementëve të veçantë të aktivitetit dhe pasivitetit të bëhet vetëm duke përdorur vlerat që janë reale dhe aktuale.

Një pjesë e mirë e besueshmërisë mund të realizohet nëse bilanci kontrollohet me detaje dhe në thellësi nga auditët, aktivitetet materiale të saj vlerësohen nga vlerësues të posaçëm dhe po ashtu vlerësohen detyrimet dhe shumatat e parashikuara.

3.2.1.2. Alternativa e parë e metodës

Analisti mundet, nëse ka mundësinë e ekzistencës së kohës, kostos, rastit, të marrë vetë bilancin e njësisë ekonomike që do të vlerësojë, duke përdorur informacionet parësore të zyrës së kontabilitetit. Çdo element i aktivitetit dhe pasivitetit të bilancit, duhet të vlerësohet më vete dhe të vlerësohet nga analisti, duke marrë parasysh degën në të cilën operon, aktivitetin, përbërjen e njësisë ekonomike, fazën e ciklit të jetës së produktit të prodhuar, fazën e zhvillimit të njësisë ekonomike, strategjinë dhe taktikën e saj.

Kjo mënyrë vlerësimi ka avantazhet dhe disavantazhet e veta. Avantazhet e saj janë si më poshtë vijon:

- ✓ Analisti ka mundësinë të marrë bilance, të cilat mund t'i besojë për saktësinë dhe precizionin e elementëve që përmbajnë.

✓ Përshtatjet bëhen mbi bazën e të dhënave parësore dhe si pasojë janë më të sakta. Llogaritjet kanë më shumë saktësi, pasi analisti ka mundësinë të gjejë dhe vlerësojë çdo transaksion me njësinë ekonomike.

✓ Analisti mund të marrë në konsideratë gjithë parimet kontabël që u përmendën dhe të bëjë parashikime për llogaritë e arkëtueshme dhe llogaritë e pagueshme të dyshimta.

Disavantazhet kryesore janë si më poshtë vijon:

➤ Kosto është ca e rënduar. Do të duhet të merren me këtë procedurë disa persona për një interval të gjatë kohe.

➤ Kërkohej një periudhë e gjatë kohe për ekzekutimin e kësaj procedure. Rezultat i vonesës (rreth 2-3 muaj), është studimi që rezultatet të paraqesin rëndësinë dhe krahasueshmërinë e domosdoshme. Njësia ekonomike është një organizëm i gjallë dhe për pasojë largimi në kohë nga momenti kohor i krahasimit, do të thotë që rezultatet e studimit, me largimin nga periudha kohore e krahasimit, humbasin vlerën e tyre.

➤ Situatat që do të hartohen mund të vihen në dyshim nga vetë njësia ekonomike apo palë të treta të interesuara.

3.2.1.3. Alternativa e dytë e metodës

Nëse nuk ekziston mundësia e ekzistencës së alternativës së parë, atëherë analisti mund të avancojë në ndryshimin ose korregjimin e bilancit që ka depozituar njësia ekonomike për publikim, në mënyrë që të mund të llogarisë kapitalet e veta të saj.

Kjo alternativë ka si avantazh faktin se nuk kërkon një periudhë të gjatë kohe dhe kosto trajtimi, por mbështetet në supozimin se në shumicën dërmuese të tyre të dhënat që paraqiten në bilancin që publikon njësia ekonomike janë të besueshme dhe paraqesin vlerën e vërtetë. Marrja si e mirëqënë e këtij supozimi, përben disavantazhin më të madh të kësaj alternative.

Avantazhi kryesor i saj është se mund të zbatohet edhe nga jo specialistë të vlerësimit. Analisti, specialist ose jo, mundet thjesht të bëjë përshtatjet që evidentoi

auditi dhe në mënyrë fare të thjeshtë të “prodhohet” bilanci i ndryshuar, mbi bazën e të cilit do të llogariten dhe kapitalet e veta të njësisë ekonomike.

Një disavantazh i natyrshëm i kësaj alternative është fakti që analisti nuk ka mundësinë të kontrollojë në thellësi procedurën e hartimit të bilancit, nëpërmjet përpunimit të të dhënave fillestare nga vetë ai. Ky disavantazh limitohet ndjeshëm me depozitim dhe verifikimin e dëshmisë së auditit.

Përshtatja e bilancit është zakonisht metoda më e përdorshme. Avantazhet e saj janë të tilla që e bëjnë atë tërheqëse për analistët dhe me kushtin e zbatimit të besueshëm të metodologjisë së përshtatjes së bilanceve dhe kontrollit të çertifikatës së auditit.

Duke përfunduar stadin e llogaritjes së vlerës së kapitaleve të veta (pozicionit neto) të njësisë ekonomike, duhet të bëhet krahasimi me njësi ekonomike të ngjashme. Krahasimi që të ketë vlerë duhet të bëhet me njësi ekonomike që kanë të njëjtat karakteristika, i përkasin të njëjtës degë të ekonomisë, kanë afërsisht produkte të ngjashme, zbatojnë të njëjtat metoda kontabël në mbikqyrjen e transaksioneve etj.

Paralelisht, krahasimi i raporteve financiare midis dy apo më shumë njësive ekonomike, do të ndihmojë analistin në nxjerrjen e konkluzioneve të sigurta. Çfarëdo lloj ndryshimi midis njësive ekonomike duhet të përshkruhet, në mënyrë që përdoruesi i studimit të mund të nxjerrë rezultatet e veta. Gjithashtu, analisti duhet të deklarojë çfarëdo lloj devijimi nga parimet kontabël që ai ka vërejtur si dhe përpjekjet e mundshme.

Rezultatet duhet të mbështeten në informacionet e nxjerra nga marrja dhe përshtatja e bilancit dhe krahasimin e kapitaleve të veta me kapitalet e veta të një njësie ekonomike të ngjashme.

Është e rëndësishme të theksojmë se njësia ekonomike nuk mund të konsiderohet vetëm si shumë e kapitaleve të veta të saj ose vlera aktuale e pasurisë së saj, por është edhe organizimi i saj, burimet njerëzore të saj, klientët e saj, njohuritë e akumuluarat, pozicioni i saj në treg, avantazhet e saj konkurruese, drejtimi i saj etj.

Për këtë arsye, shumica e analistëve, përveç vlerës që llogarisin nga korregjimi i bilancit, llogarisin dhe një premium, pra një vlerë shtesë, në mënyrë që të llogarisin edhe të dhënat e mësipërme në analizën dhe vlerësimin e tyre.

3.2.2. Përqasja bazuar në treg (market based approach)

Gjithnjë e më shpesh, vlerësimet bazuar në treg konsiderohen më të besueshme, pasi ata janë më afër me parimin se "vlera e një njësie ekonomike është e barabartë me çmimin më të lartë, me të cilin një i tretë është i gatshëm ta blejë atë."

Metoda më e rëndësishme e vlerësimit të një njësie ekonomike⁵, nga kjo kategori është metoda e koeficientëve (Multiples Valuation) ose metoda e njësive ekonomike të krahasueshme (Comparable Companies Method). Metodën më të përdorura gjerësisht, bazuar në treg, janë si më poshtë:

a. Çmimi i bursës:

Në rastin e njësive ekonomike të listuara, vlerësimi më i qartë bazuar në treg është bërë nëpërmjet çmimit të bursës. Duke shumëzuar vlerën aktuale me numrin e aksioneve të gjejmë vlerën totale të njësisë ekonomike. Por kjo metodë nuk është e dobishme për njësitë ekonomike të palistuar si dhe njësi ekonomike të cilat kanë vetëm një përqindje të vogël të aksioneve në bursë.

b. Metoda e njësive ekonomike të krahasueshme (multiples):

Metoda më e zakonshme është ndoshta vlerësimi përmes përdorimit të koeficientëve (multiples). Qëllimi i përdorimit të kësaj metode është të vlerësojë një njësi ekonomike, në përputhje me vlerën e njësive ekonomike të ngjashme me të. Koeficientët më të zakonshëm për këtë përdorim janë si më poshtë:

- P / E (Çmimi aktual i aksionit në bursë / Fitimet për aksion)
 - EV / EBITDA (Vlera e njësisë ekonomike / Fitimet para interesave, taksave dhe amortizimit)
 - EV / Shitje (Vlera e njësisë ekonomike / Shitje)
- Etj.

⁵ Sipas Damodaran, kjo metodë njihet edhe si vlerësim relativ (relative valuation)

Në thelb, duke përdorur rezultatet e një kampioni të arsyeshëm të njësive ekonomike, në të njëjtën industri, ne vlerësojmë një çmim mesatar të shumëfishave. Pastaj, shumëzojmë këtë vlerë me rezultatet reale të njësisë sonë ekonomike dhe gjejmë kështu vlerën saj.

Këto të dhëna janë zakonisht të vështira për t'u gjetur për njësitë ekonomike të palistuar. Për këtë arsye, përdoren njësi ekonomike të listuara, të cilat janë të detyruara të publikojnë të gjitha shifrat e nevojshme. Meqënëse aksionet e njësive ekonomike të listuara janë shumë likuide në bursë, ndërsa në një njësi ekonomike private duhet të gjejnë blerës të përshtatshëm, zbrisim një përqindje (norma e skontimit) zbritjeje prej 10-20% për të arritur një vlerësim sa më realist.

c. Transaksione të krahasueshme

Metoda më e përshtatshme e vlerësimit është duke mbledhur informata për shitblerjet më të fundit të njësive ekonomike në të njëjtën industri. Në mënyrë të veçantë, në qoftë se ne e dimë çmimin e një shitblerjeje të tillë si dhe EBITDA (fitimi para interesit, tatimit dhe amortizimit), ne përdorim vlerën e raportit Çmim / EBITDA dhe e shumëzojmë me EBITDA të njësisë ekonomike për të arritur në vlerësimin tonë.

Kjo metodë është më efektive nëse bëhen së fundmi shume blerje dhe shitje të njësive ekonomike në industrinë që vepron njësia jonë dhe karakteristikat e këtyre njësive ekonomike janë sa më shumë të jetë e mundur, të ngjashme me ato të njësisë sonë.

Metodat e kësaj klase të bazuara në treg kanë avantazhin e vlerësimit të njësisë ekonomike sipas kushteve ekzistuese ekonomike të ekonomisë dhe bazohen në çmimet reale të tregut. Kjo është më efektive për vlerësimin e njësive ekonomike të cilat kanë mbyllur të paktën ciklin e parë dhe janë stabilizuar në madhësi, pra nuk janë në një periudhë të rritjes së shpejtë, ose presin që të zgjerohen në degë dhe tregje të reja.

Një vlerësim i tillë, megjithatë, kërkon një shkallë të konsiderueshme të të menduarit kritik në zgjedhjen e mostrës dhe aftësisë së duhur për të analizuar të dhënat. Në të vërtetë, në të dy rastet e fundit, korrektësia e vlerësimit varet tërësisht

nga cilësia e përdorimit të njësive ekonomike të përdorura si kampion të tregut, dmth ngjashmëria e karakteristikave të atyre njësive ekonomike me atë që perpiqemi të vlerësojmë, si dhe nga mundësia që kemi për të mbledhur të dhënat e nevojshme.

3.2.2.1. Zbatimi i përfaqësues bazuar te tregu

Metodat bazuar te tregu mbështeten në parimet e mëposhtëme:

- Sa me të larta të jenë vlerat e raporteve financiare, kaq më shumë është i disponueshëm një investitor të blejë aksionet.
- Stimuli bazë për investitorët është shpresa se çmimi i aksionit do të rritet dhe do të ketë efikasitet më të madh.

Është e rëndësishme të tregohet kujdes në përdorimin e duhur të tërësisë së raporteve të zgjedhura. Për këtë arsye, do të duhet që fillimisht të jetë bërë një analizë e plotë e gjendjes financiare dhe të dhënave kontabël dhe veçanërisht, do të duhet të studjohet ecuria në kohë e raporteve, si të njësive ekonomike që do të vlerësohet, të njësive ekonomike të krahasueshme me të dhe të degës në të cilën kjo njësi bën pjesë.

Metodat bazuar te tregu përfshijnë katër hapa bazë për realizimin me sukses të tyre:

✓ *Përcaktimi i indeksit (raportit).* Praktikisht, i njëjti indeks mund të përkufizohet nga përdorues të ndryshëm me mënyra të ndryshme. Kur përdoren dhe krahasohen indekset që janë llogaritur nga një i tretë, është e rëndësishme të bëhet e kuptueshme mënyra e llogaritjes së tyre. Për këtë arsye duhet të paraqitet me detaje algoritmi i llogaritjes së indekseve.

✓ *Përshkrimi i indeksit.* Shumë analistë përdorin indekset pa njohur nivelin normal të degës për to. Në varësi të aktivitetit të njësive ekonomike, luhet dhe niveli i indeksit. Nëse analisti nuk njeh të dhënat e degës, ai nuk është në gjendje të krahasojë dhe të vlerësojë performancën e njësive ekonomike, bazuar në indeksin në fjalë.

✓ *Analiza e indeksit.* Çdo indeks duhet t'i nënshtrohet analizës. Komponentët e tij duhet të analizohen në lidhje me faktorët përcaktues që ndikojnë në ndryshimin e tyre dhe për pasojë, në ndryshimin e indeksit.

✓ *Zgjedhja e indekseve dhe gjetja e njësisë ekonomike të krahasueshme.* Hapi tjetër është kërkimi dhe zgjedhja e një njësie ekonomike të krahasueshme për t'u bërë vlerësimi. Njësia ekonomike e zgjedhur për krahasim duhet të ketë karakteristika ekonomiko-financiare të ngjashme me njësinë ekonomike që do të vlerësohet. Për zgjedhjen e njësisë ekonomike që do të shërbejë si krahasuese duhet të kihet parasysh:

- Periudha kohore e analizës dhe krahasimit duhet të jetë e njëjtë.
- Njësia ekonomike duhet të bëjë pjesë në të njëjtën degë dhe të ketë sa më shumë të jetë e mundur të njëjtat karakteristika zhvillimi dhe aktiviteti.
- Të dyja njësitë ekonomike, do të duhet, nëse është e mundur, të zhvillojnë aktivitetin e tyre në të njëjtin vend. Në këtë mënyrë, elementët makroekonomikë dhe elementët e tjerë ekonomikë janë të njëjtë.
- Llogaritja e mesatareve të raporteve.
- Ponderimi i madhësive ekonomike bazë me mesataren e raporteve.
- Përmbledhja për llogaritjen e vlerës së njësisë ekonomike etj.

3.2.3. Përqsja bazuar në fitim

Metodat që bëjnë pjesë në këtë kategori, në thelb, përpiqen të vlerësojnë njësinë ekonomike duke mbledhur vlerën aktuale të të hyrave/fitimeve të ardhshme.

3.2.3.1. Metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, DCF (Discounted Cash Flow)

Kjo metodë përbën metodën më të përhapur të vlerësimit të njësive ekonomike në mbarë botën, qofshin këto të listuara apo të palistuara. Kjo metodë analizon njësinë ekonomike në mënyrë dinamike, duke analizuar performancën e saj me kalimin e kohës dhe shqyrtimin e mundësisë së saj për të krijuar mjete monetare. Në këtë mënyrë, metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare DCF, përcakton vlerën e një njësie ekonomike si vlerën e flukseve të saj të skontuara, të ardhshme të mjeteve

monetare. Sipas kësaj metode, mbledhim hyrjet e parashikuara monetare neto për një periudhë prej 3-10 vjet, bazuar në planin e biznesit të njësisë ekonomike, duke i skontuar me normën e përshtatshme të skontimit. Opsioni më i përshtatshëm është përdorimi i fluksit "të lirë" rrjedhës të mjeteve monetare, dmth fitimit neto plus çdo amortizim, minus kostot e mirëmbajtjes së vlerës së aktiveve dhe ndryshimeve në kapitalin punues. Megjithatë, në praktikë, përdoren me sukses dhe madhësi relative të ndryshme në intervalin midis EBITDA dhe kapitalit punues.

Metoda DCF e ka bazën e saj te vlera aktuale, sipas së cilës, vlera e çdo elementi pasuror barazohet me vlerën aktuale të fluksit të pritshëm të mjeteve monetare në të ardhmen, që krijohen nga ky element. Nëse do ta shprehim me formulë:

$$Vlera = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3.1)$$

Ku:

n – zgjatja e kohës së dobishme të aktivitetit

CF_t – fluksi i mjeteve monetare në periudhën t

r – norma e skontimit e cila pasqyron riskun e fluksit të vlerësuar të mjeteve monetare.

Në përgjithësi, norma e skontimit është funksion i riskut të fluksit të vlerësuar të mjeteve monetare. Si e tillë, është e lartë, kur bëhet fjalë për investime me nivel të lartë risku dhe e ulët, kur bëhet fjalë për investime më të sigurta.

Për të llogaritur vlerën e një njësie ekonomike me metodën DCF, do të duhet të llogaritet fluksi i pritshëm i mjeteve monetare që do të rezultojë nga aktivitetet e saj, përqindjen me të cilën fluksi monetar i aktiveve të saj fikse do të skontohen në të tashmen, vlera aktuale e fluksit të pritshëm të mjeteve monetare që rrjedhin nga pasuritë e njësisë ekonomike dhe në fund, vlera e përlllogaritur e saj, në të cilën më parë, do të zbritet çfarëdolloj detyrimi (borxhi) që ekziston. Me formulë, do të shprehet në këtë mënyrë:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n} \quad (3.2)$$

Ku:

CF_n – totali i përlogaritur i fluksit të mjeteve monetare

VR_n – vlera e mbetur e njësisë ekonomike në vitin *n*

k – norma e përshtatshme e skontimit e fluksit të mjeteve monetare për riskun

3.2.3.2. Kategorizimi i Metodës së Skontimit të Flukseve Monetare

Duke shqyrtuar literaturë të ndryshme, vihet re se ekzistojnë shumë modele të skontimit të fluksit të mjeteve monetare, por në fakt këto modele, mund të ndryshojnë midis tyre vetëm në drejtim të disa parametrave (Damodaran 2002).

Në përgjithësi, modelet e skontimit të fluksit të mjeteve monetare mbështeten në parashikime të kujdesshme dhe të hollësishme, brenda një periudhe kohe të caktuar, për çdo element ekonomik që lidhet me krijimin e fluksit të mjeteve monetare nga aktivitetet e zakonshme të njësisë ekonomike, për shembull, për shitjen, koston e prodhimit, pagimin e detyrimeve, riinvestimet etj. Ekzistojnë tre metoda bazë të cilat ndiqen gjatë vlerësimit të një njësie ekonomike me metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, variacionet dhe evoluimet e të cilave krijojnë modele të shumta vlerësimi të kësaj kategorie. Flukset e mjeteve monetare përkatëse dhe normat e skontimit, janë të ndryshme në çdo rast.

➤ Mund të vlerësohet vetëm *kapitali* i njësisë ekonomike. Vlera e parashikuar e kapitalit të njësisë ekonomike rezulton nëse nga vlera e parashikuar e aktiveve të saj, zbresim vlerën e detyrimeve. E thënë ndryshe, vlera e kapitalit të njësisë ekonomike llogaritet nga skontimi i fluksit të pritshëm të mjeteve monetare ndaj kapitalit, pra të skontimit të pjesës së mbetur të fluksit të mjeteve monetare, pas mbulimit të gjithë shpenzimeve, nevojave riinvestuese, të detyrimeve ndaj tatimeve, pagesave me kredi, koston së kapitalit etj. Atëherë, vlera e kapitalit do të ishte:

$$\text{Vlera e kapitalit} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF i Kapitalit } t}{(1+ke)^t} \quad (3.3)$$

Ku:

CF e Kapitalit t – fluksi i mjeteve monetare ndaj kapitalit në periudhën t
 k – kosto e kapitalit

Një rast i veçantë i vlerësimit të kapitalit përbën modeli i skontimit të dividendit (Dividend Discount Model), në të cilin, vlera e kapitalit të njësisë ekonomike barazohet me vlerën aktuale të dividendëve të ardhshëm të parashikuar. Arsyeja është se dividendët përbëjnë flukset kryesore të mjeteve monetare që presin aksionerët nga njësia ekonomike. Një variant të këtij modeli përbën modeli i skontimit të fitimeve mbi normale (Discounted Abnormal Earnings Valuation Model) dhe skontimit të flukseve të mjeteve monetare.

➤ Mënyra e dytë, është të vlerësohet *njësia ekonomike si një e tërë*, pra veç kapitalit të llogariten dhe kërkesat e palëve të tjera të interesuara. Vlera e njësisë ekonomike rrjedh nga skontimi i flukseve të lira të mjeteve monetare të ardhshme, pra flukseve të mjeteve monetare të mbetura, pas zbritjes së gjithë shpenzimeve, nevojave riinvestuese dhe tatimeve, para çdo pagese ndaj aksionereve dhe huadhënësve të saj. Analiza e skontimit të flukseve të lira të mjeteve monetare është një metodë që izolon flukset e parashikuara të mjeteve monetare që janë të disponueshme për likuidimin e borxhit dhe identifikon rentabilitetin e kapitaleve të veta. Vlera aktuale neto e flukseve të lira të mjeteve monetare llogaritet për një periudhë të parashikuar dhe bazohet në riskun e perceptuar që paraqet arritja e flukseve të mjeteve monetare. Skontimi i flukseve të lira të mjeteve monetare të njësisë ekonomike, bëhet në bazë të koston mesatare të ponderuar të kapitalit (WACC), në të cilën koeficientët e ponderuar bazohen në analogjinë e strukturës së kapitalit të njësisë ekonomike që llogaritet për çdo burim kapitali. WACC përbën koeficientin minimal të performancës, të cilin duhet të sigurojë njësia ekonomike nga vendosja e elementëve të aktivitetit të saj në investimet alternative, në mënyrë që të kënaqë kërkesat e investitorëve të saj. Në këtë rast, vlera e njësisë ekonomike do të jepej me formulën e mëposhtme:

$$\text{Vlera e njësisë ekonomike} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF e njësisë ekonomike } t}{(1+WACC)^t} \quad (3.4)$$

Ku:

CF – flukset e lira të mjeteve monetare në periudhën t

WACC - kosto mesatare e ponderuar e kapitalit

➤ Mënyra e tretë, konsiston në vlerësimin segmentar të njësisë ekonomike, duke filluar nga vlera e operacioneve bazë, duke shtuar efektin e kreditimit dhe kërkesave të tjera në vlerën e parashikuar. Ky model vlerësimi, njihet gjithashtu si “Vlera Aktuale e Rregulluar” (Adjusted Present Value). Në këtë rast vlerësimi fillon me vlerësimin e gjendjes neto të njësisë ekonomike, mbështetur në hipotezën se financimi i saj mbështetet totalisht në kapitalet e veta.

Në rastet kur vlerësimi është bërë në emër të aksionerëve të vegjël, të cilët nuk lidhen dhe nuk janë projektuar për të menaxhuar njësinë ekonomike, një metodë e vlerësimit e dobishme bazohet te dividenti.

- Metoda e skontimit të dividendit, DDM (Dividend Discount Model): mbledhim dividendët e arkëtueshëm të parashikuar për një periudhë prej 10-20 vjet, bazuar në planin e biznesit të njësisë ekonomike, duke i skontuar me normën e përshtatshme të skontimit.

Avantazhi kryesor, i të gjitha metodave të kësaj kategorie, lidhet me logjikën se për pronarin, një njesi ekonomike vlen sa gjithë fitimet që do të nxjerrë në të ardhmen. Në të vërtetë, në rastet e njësive ekonomike të reja dhe njësive që kërkojnë të zhvillohen duke ndryshuar me shpejtësi përmasat ekonomike të tyre, kjo metodë mund të jetë e vetmja që mund të japë një vlerësim kuptimplotë, ndërsa të gjithë të tjerat, do nënvlerësojnë në mënyrë drastike vlerën e saj.

Nga ana tjetër, argumenti i mësipërm është i bazuar në ekzistencën, por dhe zbatimin e një plani efektiv të biznesit, përzgjedhja e të cilit do të ndikohet nga pasiguria për të ardhmen.

Për të dhënë një vlerësim të dobishëm kjo metodë, do duhet të hartojmë një plan biznesi me parashikime realiste për flukset hyrese dhe përfitueshmërinë e njësisë ekonomike, të vendosim se për sa vite ka kuptim të përqipemi të parashikojnë këto madhësi, si dhe të zgjedhim normën e përshtatshme të skontimit, në bazë të riskut të përfshirë në planin e biznesit.

Të gjitha këto parametra e bëjnë këtë metodë mjaft subjektive dhe për këtë arsye, dobia e saj kufizohet, kryesisht me raste specifike, kur metodat e tjera nuk mund të aplikohen në mënyrë të kënaqshme.

Një klasifikim tjetër është ai që i ndan modelet e vlerësimit në dy kategori të përgjithshme:

- Modele absolute të vlerësimit
- Modelet relative të vlerësimit

Në kategorinë e parë bëjnë pjesë modelet:

1. Modeli i skontimit të dividendit (Divident Discount Model-DDM)
2. Modeli i skontimit të fluksit të mjeteve monetare (Discount Cash Flow Model-DCF)
3. Modeli bazuar mbi fitimin (Residual Income Valuation Model- RIVM).

Ndërsa në kategorinë e dytë bëjnë pjesë raportet:

- Çmimi/ Fitime (P/E)
- Çmimi/Vlera kontabël(P/BV)
- Çmimi/Shitje (P/S)
- Çmimi/Fluksi i mjeteve monetare (P/CF)
- Vlera e njësisë ekonomike/ Fitimi para interesave, taksave, amortizimit (EV/EBITDA)

3.2.3.3. Zbatimi i përqsjes bazuar në fitim

Elementi kryesor kontabël që përdoret në përqsjen bazuar në vlerë është fitimi. Fitimi neto i një njësie ekonomike përbën sot pothuaj madhësinë më të rëndësishme për të cilën janë të interesuar aksionerët, investitorët dhe në përgjithësi, të gjithë ata që merren me biznes. Veç karakterit parashikues, ka një vlerë të madhe edhe si madhësi historike, pasi është tregues i matjes së përfitueshmërisë së njësisë ekonomike, pra i matjes së efektivitetit të burimeve të saj. Por si një madhësi e pastër kontabël, nuk pushon së paturit ose reflektuari mangësitë e zbatimit të supozimeve dhe rregullave të kontabilitetit gjatë procesit të matjes së tij. Mangësi konsiderohet gjithashtu, fakti i

dyshimit të cilësisë së fitimit, që shpesh bazohet në vlerësime subjektive dhe zbatimin e kostos historike në një kohë kur ekzistojnë luhatje të mëdha në vlerën e monedhës, por edhe në faktin se është një madhësi objekt i manipulimit. Për këtë arsye, praktikat kontabël duhet të bëhen më të besueshme. Gjendja financiare duhet të paraqesë në mënyrë sa më të saktë dhe reale gjendjen ekonomike të një njësie ekonomike, duke përfshirë gjithë elementët pasurorë që përbëjnë vlerën reale të saj, pa humbur thjeshtësinë dhe njëhershëmërinë e tyre të paraqitjes.

Metoda kryesore e kësaj përqsajeje, metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, është disi e komplikuar në zbatimin e saj. Gjatë zbatimit të kësaj metode, do të duhet fillimisht të kontrollohet mundësia e llogaritjes së fluksit të mjeteve monetare me të dyja metodat, direkte dhe indirekte. Nëse ekziston mundësia e llogaritjes edhe me metodën direkte, kjo duhet të bëhet, pasi në këtë mënyrë, do të jetë i mundur sigurimi i më shumë të dhënave për vetë njësinë ekonomike dhe do të jetë e mundur të bëhet vlerësimi i mënyrës së funksionimit të saj.

Bazuar në metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, vlera e një njësie ekonomike është e barabartë me vlerën aktuale të tepricës së mjeteve monetare që priten të realizohen në një numër të caktuar vitesh, plus vlerën aktuale të vlerës së mbetur të njësisë ekonomike në fund të horizontit kohor. Një mënyrë vlerësimi alternative e një njësie ekonomike, bazuar në fluksin e mjeteve monetare, është llogaritja e normës së brendshme të kthimit të tyre dhe krahasimi i saj me normën e interesit pa risk, ose me të njëjtën normë të një investimi alternativ ose me normën e kthimit të kapitalit të degës.

Përkufizimi i metodës parashikon katër probleme bazë të saj në stadin e zbatimit të saj. Problemi i parë është mënyra e llogaritjes së tericave të mjeteve monetare nëse ekzistojnë. Problemi i dytë është skontimi dhe më konkretisht, llogaritja e koeficientit (normës) të skontimit. Problemi i tretë i takon llogaritjes së vlerës së mbetur të njësisë ekonomike në fund të periudhës së vlerësimit. Së fundi, problemi i katërt është problemi i llogaritjes së “jetës ekonomike” të investimit dhe për pasojë, llogaritja e periudhës së vlerësimit.

Ashtu si edhe në rastin e zbatimit të metodave të tjera, shpesh kërkohet përshtatja e gjendjes së fluksit të mjeteve monetare, në mënyrë që të mund të tregojnë vlerën e

saktë të tepricave të mjeteve monetare apo mungesave të tyre. Në rast se do të zbatohet metoda direkte e llogaritjes së fluksit të mjeteve monetare, do të duhet t'i kushtohet një rëndësi e veçantë informacionit që i përket mënyrës me të cilën bëhen regjistrimet kontabël dhe do të duhet të bëhen përshtatjet e duhura për llogaritjen e kostos së shitjeve. Si rezultat, duhet të kontrollohet gjithë sistemi i politikave kontabël dhe atyre të kostos.

Në rast se do të zbatohet metoda indirekte, gjërat janë relativisht më të thjeshta, pasi nuk kërkohet sigurimi i të dhënave kontabël parësore dhe vlerësimi i gjithë politikave kontabël që ndjek njësi ekonomike. Gjithësesi, lind problemi i kontrollit dhe përshtatjes së fluksit të mjeteve monetare, në mënyrë që të pasqyrojnë pamjen e saktë të tyre.

Si pasojë e faktit se në dispozicion të analistit, nuk është gjithmonë e mundur të jenë të dhënat kontabël parësore, analisti do të kufizohet në trajtimin, përshtatjen dhe vlerësimin e gjendjes së fluksit të mjeteve monetare, ashtu siç paraqiten ato nga përdorimi i metodës indirekte.

I rëndësishëm është problemi i konstatimit të sasisë përkatëse të ekuivalentëve të mjeteve monetare dhe jo i vetë mjeteve monetare. Rëndësia e llogaritjes së tyre dikton vlerësimin me kujdes të gjithë flukseve të ngjashme, për shpërndarjen e duhur të tyre në kategoritë përkatëse (operative, investuese, financuese). Për këtë arsye, duhet të vendosen kritere të rrepta klasifikimi dhe kategorizimi të fluksit të mjeteve monetare, në mënyrë që mos ketë dyshim në rezultatet e nxjerra.

Llogaritja e fluksit të mjeteve monetare konstaton në llogaritjen e dy pjesëve. Pjesa e parë i takon skontimit të tepricave të mjeteve monetare deri në fund të periudhës së vlerësimit, ndërsa pjesa e dytë i takon skontimit të vlerës së mbetur. Fluksi i mjeteve monetare që do të skontohen duhet të jetë i zhveshur nga amortizimi, interesi dhe taksat. Skontimi i tepricave të mjeteve monetare nuk është i thjeshtë. Që të arrihet një parashikim relativisht i saktë, do të duhet që analisti të njohë të dhëna lidhur me kostot në njësinë ekonomike që do të vlerësojë (dallimin e kostove fikse dhe atyre variabël, koston për repart prodhimi, koston e kohës “së vdekur” etj.). Gjithashtu analisti duhet të njohë të dhëna të efektivitetit dhe efikasitetit të njësisë ekonomike. Së fundi, do të duhet të merren në konsideratë

politikat taktike dhe strategjike në të gjitha fushat e aktivitetit të njësisë ekonomike, në atë operative, investuese dhe financuese, që ka planifikuar ajo për të ardhmen dhe pritshmëritë e drejtuesve të saj.

Ne procesin e llogaritjes, është e rekomandueshme të përdoret metoda direkte. Kjo metodë inkurajohet më shumë, pasi mbështetet më shumë në të dhëna kontabël që mund të llogariten më thjeshtë. Vetëm në të ardhurat ekzistojnë të dhëna që mund të vihen në dyshim, siç është për shembull aftësia e njësisë ekonomike të mbledhë mjetet monetare, aftësia e njësisë ekonomike të vendosë çmimet që dëshiron, aftësia e njësisë ekonomike të shesë vëllimin e prodhimit që ajo dëshiron, aftësinë e saj për të përballuar konkurrencën etj.

Në rastin e grupeve të mëdha të biznesit mund të bëhet llogaritja e flukseve të mjeteve monetare në çdo njësi ekonomike më vete.

Në mënyrë që, ashtu si për një model matematik, dhe për metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF), rezultatet të kenë cilësi të lartë, është e rëndësishme, cilësia e të dhënave në të. Kështu, për të përmirësuar metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare (DCF), analistët duhet të përqipen për ta bërë procesin e vlerësimit sa më shkencor të jetë e mundur. Kjo duhet të bëhet duke pasur parasysh kufizimet empirike të përfaqësues dhe për këtë arsye, do të ishte më mirë të zbatohet më shumë se një model parashikues.

3.3. Baza e gjithë modeleve të vlerësimit

Zgjedhja e një modeli për vlerësimin e një njësie ekonomike, bëhet mbi bazën e disa kriterëve, në përputhje me karakteristikat e njësisë ekonomike së cilës do t'i bëhet vlerësimi. Këto kriterë, në mënyrë të përmbledhur janë:

3. Përputhshmëria me karakteristikat e njësisë ekonomike
4. Disponueshmëria dhe cilësia e të dhënave
5. Përputhshmëria me qëllimet e vlerësimit

Përdorimi i modeleve të vlerësimit në rastin e vendimeve investuese bazohet:

- Në nocionin se tregjet janë jo efikase dhe vlerësojnë gabim vlerën e të dhënave pasurore.
- Në çështjen se sa dhe kur këto inefiçenca të tregjeve korrigjohen ose kufizohen.

Në rastin e një tregu eficient, çmimi i tregut është vlerësimi më i mirë i vlerës së një njësie ekonomike. Qëllimi i çfardo përjasjeje vlerësimi është ai që justifikon vlerën në fjalë.

Megjithëse metoda të ndryshme vlerësimi mbështeten në supozime të ndryshme për përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike, ato ndajnë disa karakteristika bazë të përbashkëta, që bëjnë të mundur klasifikimin e tyre në kategori më të gjera.

Kjo ndarje, ka rëndësi të madhe për kuptimin e veçorive të çdo metode, në arsyet që ato çojnë në rezultate të ndryshme nga njëra-tjetra, si dhe në njohjen e gabimeve të mundshme në zbatim.

Zgjedhja e metodës së duhur të vlerësimit varet fillimisht nga karakteristikat e njësisë ekonomike që po vlerësohet, si përfitueshmëria, mundësitë e zhvillimit të mëtejshëm të saj, risku i biznesit, burimet e rritjes së të ardhurave, qëndrueshmëria e levës financiare të saj, vlera e aktiveve të saj etj.

Krahas karakteristikave të njësisë ekonomike që do të vlerësohet, në zgjedhjen e metodës së vlerësimit ndikojnë edhe faktorë të tjerë. Kështu elementi kohë, konsiderohet, gjithashtu si një faktor që ndikon në zgjedhjen e metodës së vlerësimit. Nëse bazohemi në metodën që përdor vlerën e likuidimit, do të supozojmë se njësia ekonomike do të pushojë së funksionuari, ndërsa në të kundërt me të, metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, supozon se njësia ekonomike do të funksionojë gjithmonë etj.

Qëllimi për të cilin kryhet vlerësimi përbën një nga faktorët kryesorë që ndikojnë në zgjedhjen e metodës së vlerësimit. Metoda, e cila do të na jepte një konkluzion të saktë për faktin nëse një njësi ekonomike e një dege është e mbivlerësuar apo e nënvlerësuar, është metoda e koeficientëve (multiples).

Për vlerësimin e një njësie ekonomike, analizët gjithmonë duhet të marrin në konsideratë shumë faktorë që mendohet se ndikojnë fuqishëm në funksionimin e një njësie ekonomike.

Një rol të rëndësishëm në zgjedhjen e metodës së vlerësimit luan gjithashtu, individualiteti i një njësie ekonomike. Nisur nga kjo, një njësi ekonomike e cila është unike duhet të vlerësohet me metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare. Horizonti kohor, gjithashtu mund të konsiderohet si kriter zgjedhjeje për metodën e vlerësimit që do të përdoret në përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike. Nisur nga kjo ide, kur një analist do të përcaktojë vlerën e një njësie ekonomike, e cila do të blihet nga të tretë dhe funksionimi i saj do të vazhdojë për një kohë të gjatë, është e rekomandueshme të përdoret metoda e skontimit të dividendit.

Pasi zgjidhet metoda, mbi bazën e të cilës do të vlerësojmë njësinë ekonomike, analisti duhet të përshtatë këtë metodë me veçantitë e njësisë ekonomike që po vlerësohet dhe jo e kundërta.

Në përgjithësi, si metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare dhe ajo bazuar te tregu, kanë avantazhe dhe disavantazhe. Për këtë arsye, çdo analist duhet të ketë parasysh se nuk ka një model të përkryer të llogaritjes së vlerës së një njësie ekonomike. Nisur nga kjo, duhet t'i kushtohet një kujdes i veçantë karakteristikave të njësisë ekonomike dhe të dhënave që përdorim.

Pavarësisht ekzistencës së metodave të ndryshme të vlerësimit, zgjedhja përfundimtare e metodës i lihet vlerësuesit, i cili do të vlerësojë se cila metodë përshtatet më mirë me karakteristikat dhe kushtet e njësisë ekonomike në fjalë.

Kapitulli 4

NJË VËSHTRIM I PËRGJITHSHËM MBI TREGUESIT EKONOMIKO-FINANCIARË DHE VLERËSIMIN E NJËSIVE EKONOMIKE

- **Analiza e treguesve nëpërmjet raporteve.**

- **Analiza e Treguesve Kumulativë. Analiza Du Pont.**
Modeli Altman (Z-Score). Problemet dhe kufizimet e modelit Altman Z –score. Testi i shpejtë Kralicek.

- **Përcaktimi i vlerës së një njësie ekonomike mbështetur në teknikën e Tabelës së Rezultateve të Balancuara. (Balanced scorecard)**

4.1. Analiza e treguesve nëpërmjet raporteve

Zbatimi i analizës horizontale në pasqyrat financiare krahasuese që mbulojnë një periudhë të gjatë kohore, për vëzhgimin e ndryshimeve në të dhënat ekonomike, me kalimin e kohës, bëhet më i mundimshëm. Kjo ndodh për shkak se llogaritja e përqindjes së ndryshimit të një elementi ekonomik, nga viti në vit, kërkon çdo herë një ndryshim të bazës së llogaritjes në kohë, si pasojë, krahasimi i përqindjes vjetore të ndryshimeve, bëhet realisht më i vështirë.

Gjërat bëhen edhe më të vështira kur krahasojmë ndryshimet vjetore në përqindje të dy ose më shumë të dhënave ekonomike. Në raste të tilla, zbatohet një tjetër mjet i analizës, raportet.

Qëllimi i raporteve është “të ushqejë” njësitë ekonomike me informacion të vlefshëm për drejtimin e përgjithshëm. Vlera praktike e raporteve qëndron në faktin se dy të dhëna, të cilat janë të izoluara nga njëra-tjetra, por secila ruan vlerën e saj të brendshme, mund të fitojnë një interes të veçantë kur studiohen jo në mënyrë të izoluar, por në formën e një krahasimi apo të një lidhjeje.

Pra, në qoftë se do të mund të jepnim një përkufizim për raportet, do të mund të shpreheshim: *Raportet janë shprehje e thjeshtë matematikore e një marrëdhënie të një madhësie të bilancit ose të pasqyrës së të ardhurave dhe shpenzimeve, me një madhësi tjetër, e cila mund të shprehet si herës, si një arsye, ose së fundi, si një përqindje.*

Analiza e pasqyrave financiare nëpërmjet raporteve është një nga metodat më të përdorshme, sepse ajo lejon të formohet një ide e shpejtë për gjendjen financiare të një njësie ekonomike. Ekzistojnë disa kategori raportesh. Ndarja më e zakonshme e raporteve bëhet në përshtatje me fushat e analizës së pasqyrave financiare: raportet e përfitueshmërisë, raportet e përdorimit të aktiveve, raportet e manaxhimit të borxhit, raportet e likuiditetit dhe raportet e vlerësimit të tregut.

Analiza e hollësishme e këtyre raporteve nuk është objekt i këtij studimi, pasi ato trajtohen gjerësisht në mjaft disiplina të tjera. Në këtë studim do të përpiqemi që nëpërmjet analizës së treguesve ekonomiko-financiarë të japim një ide për vlerësimin e një njësie ekonomike nga pikëpamja e performancës dhe të tregojmë që këta tregues, të shprehur në formën e raporteve marrin një vlerë të konsiderueshme dhe shërbejnë jo vetëm për krahasime të njësive ekonomike..

4.2. Analiza e Treguesve Kumulativë (Fig. 4.1)

Gjendja financiare e njësisë ekonomike është analizuar me anë të një numri të konsiderueshëm të raporteve dhe treguesve subtraktive. Disavantazhi i kësaj metode është se tregues të ndryshëm kanë të dhëna të kufizuara informative, sepse ata vetëm mund të karakterizojnë veprimtarinë e dhënë të njësisë ekonomike. Në llogaritjen e disavantazhit të lartpërmendur, treguesit kumulativë janë përdorur për vlerësimin e gjendjes së përgjithshme financiare. Treguesit janë quajtur shpesh si sistemet analitike apo modelet e analizës financiare. Nga njëra anë, numri në rritje i treguesve në një model siguron përfaqësim më të hollësishëm të situatës ekonomike financiare të njësisë ekonomike. Nga ana tjetër, numri në rritje i treguesve mund të shkaktojë probleme kur analizohet dhe vlerësohet pozita e saj.

Qëllimi i treguesve kumulativë është që të tregojnë karakteristikat e përgjithshme të shëndetit financiar dhe ekonomik të njësisë ekonomike me anë të një numri të vetëm, megjithatë, aftësia e tyre raportuese është më e ulët. Treguesit janë të përshtatshëm për t'u përdorur për krahasim të shpejtë dhe global të njësive ekonomike dhe gjithashtu, mund të shërbejnë si bazë për vlerësim të mëtejshëm.

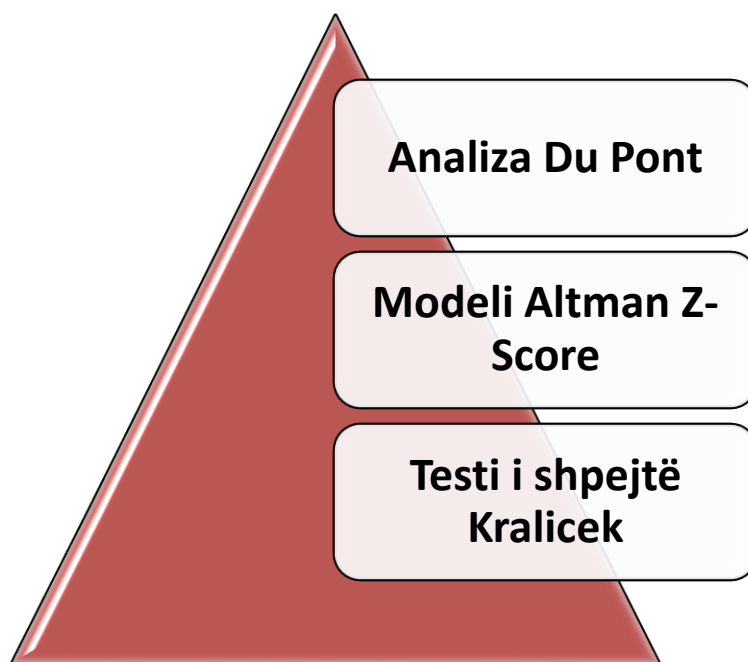


Fig.4.1. Treguesit kumulativë

4.2.1. Analiza Du Pont

Një metodë që përdoret gjerësisht për analizën e aktivitetit ekonomiko-financiar të një njësie ekonomike është analiza e raporteve ekonomiko-financiarë. Një informacion i hollësishëm për llogaritjen e këtyre raporteve gjendet, kryesisht në pasqyrat financiare të njësive ekonomike. Raportet kryesore që hartohen, ndahen në pesë kategori (Fig.4.2.):

1. Raportet e likujditetit
2. Raportet e levës financiare dhe strukturës së aktiveve
3. Raportet e performancës ose të përfitueshmërisë
4. Raportet e aktivitetit ose menaxhimit të aktiveve
5. Raportet e vlerësimit të tregut



Fig.4.2. Kategoritë e raporteve ekonomiko-financiarë

Treguesi i kthimit mbi kapitalin, ROE gjendet në kategorinë e raporteve të performancës, që përbën një kategori me një rëndësi të veçantë, sepse të interesuarit për situatën dhe perspektivën e një njësie ekonomike, fokusojnë vëmendjen e tyre në këtë përfitueshmëri.

ROE është një tregues që llogaritet: $ROE = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Kapitali i vet}}$. Nga pikpamja kontabël mund ta konsiderojmë si shumën e fitimit vjetor që i takon çdo leku të investuar në kapital. Investitorët përdorin këtë tregues, kryesisht për të llogaritur se sa njësia ekonomike përdor kapitalin e rritur nga shitja e aksioneve dhe se sa ajo është e aftë të realizojë fitime. Gjithashtu ROE është një tregues i saktë për të krijuar pritshmëritë për rentabilitetin e ardhshëm të njësisë ekonomike, pasi të interesuarit (aksionerët) do të blejnë (shesin) aksione që kishin një performancë të mirë (të dobët) të ROE vitet e kaluara.

Vlerësimi i performancës së njësive ekonomike ka një rëndësi të veçantë si për administratorët ashtu edhe për investitorët dhe institucionet e kreditit. Metoda më e zakonshme e vlerësimit të performancës së njësive ekonomike është analiza nëpërmjet raporteve, e cila bazohet në analizën e gjendjeve financiare të tyre.

Një nga mjetet më të njohura të analizës së përfitueshmërisë së njësive ekonomike është modeli Du Pont. Përdorimi i analizës së përfitueshmërisë të kapitaleve të veta (ROE analysis), nëpërmjet modelit Du Pont, konsiston në mundësinë e parashikimit të përfitueshmërisë (Fairfield&Yohn 2001) dhe në analizën e përfitueshmërisë së kapitaleve të veta në raporte individuale (Won 2007) nëpërmjet ekuacionit të modifikuar dhe zgjeruar Du Pont.

Synimi i kësaj pjese të punimit, është vlerësimi i performancës në një numër të zgjedhur njësisish ekonomike, nëpërmjet analizes se efikasitetit me përdorimin e ekuacionit Du Pont dhe vlerësimin e të dhënave ekonomiko-financiare të tyre.

Modeli Du Pont përbën një nga sistemet e zbatuar të raporteve që bazohet në raporte individuale (Anderson & Adam 2004). Raporti shpreh lidhjen midis disa elementëve të bilancit dhe pasqyrës së të ardhurave; përdorimi i këtyre raporteve përbën një nga metodat më të përhapura të analizës së pasqyrave financiare.

Ne vitet '70 interesi fokusohet, përveç treguesit të efikasitetit të aktiveve, kryesisht te treguesi i efikasitetit të kapitaleve të veta, në funksion të qëllimit të maksimizimit të tyre që shtrohet tashmë si objektiv nga njësitë ekonomike. Paralelisht, treguesi i ri, që përbën objekt studimi, veç treguesve të mëparshëm të efikasitetit përse i takon përfitueshmërisë dhe përdorimit të aktiveve fikse, është raporti i aktiveve ndaj kapitaleve të veta që shpreh levën financiare, d.m.th.mënyrën se si një njësi ekonomike financon aktivitetin e vet(Liesz 2002).

Modeli Du Pont e mori këtë emër nga Du Pont Corporation që e ka përdorur këtë formulë qysh në vitin 1920, për Bankat. Modeli Du Pont analizon ROE-n e një njësie ekonomike duke e shpërbërë atë në tre përbërës kryesorë: marzhi i fitimit, qarkullimi i aktiveve dhe faktori i levës. Në këtë mënyrë, duke bërë një ndarje të tillë, investitorët mund të shqyrtojnë se sa me efektivitet po përdoret kapitali, duke matur përfitueshmërinë, nëpërmjet marzhit të fitimit, efikasitetin e përdorimit të aktiveve, nëpërmjet qarkullimit të aktiveve, si dhe levën financiare, nëpërmjet koeficientit të kapitalit. Për të llogaritur ROE e një njësie ekonomike sipas modelit Du Pont, do të shumëzojmë marzhin e fitimit me qarkullimin e aktiveve dhe faktorin e levës. Atëherë, në mënyrë të përmbledhur mund të themi:

ROE = Marzhi i fitimit x Qarkullimi i aktiveve x Faktori i levës, ose

$$- \text{ROE} = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Shitjet}} \times \frac{\text{Shitjet}}{\text{Aktivet totale}} \times \frac{\text{Aktivet totale}}{\text{Kapitali}} \quad (4.1)$$

Modeli Du Pont në formën fillestare shpreh lidhjen matematike që lidh marzhin neto të fitimit, një tregues i efikasitetit përsa i takon funksionimit të njësie ekonomike me qëllim kontrollin e kostos dhe raportin e shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve, një tregues që i përket përdorimit të aktiveve, në treguesin e efikasitetit të aktiveve, ROA. Analiza nëpërmjet modelit Du Pont tregon mënyrën me të cilën lidhen midis tyre treguesit e mësipërm (Nissim& Penman 2001). Kështu, bazuar në analizën Du Pont, e cila shpërbën ROE-n në tre përbërës, mund të shpërbëjmë edhe ROA-n e një njësie ekonomike si më poshtë:

ROA = *Marzhi neto i fitimit x Shpejtësia e qarkullimit të aktivitetit.*

Ose:

$$- \text{ROA} = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Shitjet}} \times \frac{\text{Shitjet}}{\text{Aktivet totale}} = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Aktivet totale}} \quad (4.2)$$

Modeli Du Pont, në formën e tij më të re paraqitet nëpërmjet barazimit më të zgjeruar si më poshtë:

$ROE = ROA \times \text{Faktori i levës} = \text{Marzhi neto i fitimit} \times \text{Shpejtësia e qarkullimit të aktiveve} \times \text{Faktori i levës}$

Ose:

$$ROE = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Shitjet}} \times \frac{\text{Shitjet}}{\text{Aktivet totale}} \times \frac{\text{Aktivet totale}}{\text{Kapitali}} = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{Kapitali}} \quad (4.3)$$

Barazimi (4.3) shpreh efikasitetin e kapitaleve të veta në funksion të marzhit neto, shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve dhe raportit të aktiveve ndaj kapitaleve të veta. Ai ofron mundësinë e hetimit të shkaqeve që përcaktojnë nivelin e efikasitetit të kapitaleve të veta. Gjithashtu, analiza nëpërmjet modelit Du Pont ofron mundësinë e:

- a. Studimit të efikasitetit të kapitaleve të veta të një njësie ekonomike në çdo kohë.
- b. Krahasimit të saj me njësi të tjera ekonomike të së njëjtës degë dhe
- c. Hartimin e strategjisë për të përmirësuar efikasitetin e kapitaleve të veta.

Barazimi (4.3) mund të transformohet akoma më tej duke marrë formën e mëposhtme:

$$ROE = \frac{\text{Rezultati neto}}{\text{KMSH}} \times \frac{\text{KMSH}}{\text{Shitjet}} \times \frac{\text{Shitjet}}{\text{Aktivet totale}} \times \frac{\text{Aktivet totale}}{\text{Kapitali}} \quad (4.4)$$

Raporti KMSH/ Shitjet përbën të anasjelltën e produktivitetit të shpenzimeve mbi koston e shitjeve (që kalojnë koston e shitjeve). Treguesi i shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve shpreh nivelin e përdorimit të aktiveve të njësisë ekonomike.

Analiza bazuar në modelin Du Pont përmban mundësinë e nxjerrjes së treguesve statistikorë (minimale, 25%, mesatare, 75% dhe maksimale) të treguesve të sipërpërmendur në tërësinë e kampionit. Nga këto, mund të bëhet zgjedhja e standardeve që do të përdoren si tregues për vlerësimin e njësisë ekonomike. Paralelisht, paraqitja e treguesve që përcaktojnë nivelin e treguesit të efikasitetit të kapitaleve të veta, nëpërmjet përdorimit të koeficienteve të korrelacionit dhe ndërtimit të grafikëve përkatës, na krijon mundësinë të evidentojmë njësitë ekonomike të

kampionit që mund të përbëjnë shembuj praktikë të mirë për njësitë e tjera ekonomike të këtij kampioni.

Duke u bazuar në barazimin (4.4) dhe disponibilitetit të të dhënave, varësia e raportit të efikasitetit të kapitaleve të veta arrihet nëpërmjet përdorimit të të dhënave në lidhje me fitimin neto, koston e shitjeve, shitjeve, shumës së aktivitetit dhe kapitaleve të veta. Në studimin tonë janë marrë në konsideratë 44 njësi ekonomike, të mesme e të vogla, për një periudhë 3-vjeçare, të cilat përbëjnë kampionin. Treguesit e nxjerrë nga analiza e pasqyrave financiare të këtij kampioni, do t'i shërbejnë vërtetimit të hipotezave të ngritura në fillim të këtij punimi. Për të vërtetuar hipotezën, sipas së cilës, ekziston një lidhje midis raportit të kapitalit dhe kthimit mbi kapitalin (ROE), do të na duhet të llogarisim disa tregues statistikorë, lidhur me të dhënat e kampionit tonë.

Treguesit statistikorë në lidhje me të dhënat e kampionit të zgjedhur të njësive ekonomike gjatë viteve 2010 -2012 paraqiten përkatësisht në tabelat 4.1, 4.2, 4.3.

Tabela 4.1. *Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë, viti 2010.*

2010	Rez.neto	KMSH	Shitjet	T.aktivit	Kap. i vet
Min	33	131	190	432	100
Max	31 635	464 899	625 686	751 265	619 366
Mesatarja	2881,4	52 947,7	59 443,8	77 423,8	31 032,6
Mediana	1686,5	34 440	38 138	34 619,5	7 449,5
Dev.Standard	4 846,1	74 606,8	96 287,5	136 659,8	94 702,5
Varianca	23485087	5,57E +09	9,27E + 09	1,87E +10	8,97E +09
n=44					

Tabela 4.2 Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë viti 2011

2011	Rez.neto	KMSH	Shitjet	T.aktivit	Kap. i vet
Min	-2 020	138	200	475	150
Max	34 599	509 132	550 117	827 564	688 184
Mesatarja	3 566,9	60 795,5	66 143,5	86 193,5	34 352
Mediana	2 044	37 154	48 609,5	35 260,5	10 276,5
Dev.Standard	5 512,5	80 172,1	85 983,8	148 391	105 012,3
Varianca	30388180	6,43E+09	7,39E+09	2,2E+10	1,1E+10
n=44					

Tabela 4.3 Të dhëna për njësitë ekonomike të përzgjedhura. Treguesit statistikorë viti 2012

2012	Rez.neto	KMSH	Shitjet	T.aktivit	Kap. i vet
Min	-12 286	347	490	1 981	444
Max	17 693	560 371	580 833	821 306	693 449
Mesatarja	2 936,5	73 005,7	79 364,9	99 145,9	36 893,2
Mediana	2 281	42 012,5	45 019	38 721,5	12 684
Dev.Standard	4 520,3	106 013,9	119 219,7	165 614,2	105 531,5
Varianca	20433060	1,13E+10	1,42E+10	2,74E+10	1,1E+10
n=44					

ku **n**- numri i njësive ekonomike.

Rezultatet e analizës në përputhje me zbërthimin e mëtejshëm të barazimit DuPont, paraqiten në tabelën 4.4, 4.5, 4.6. Duke u bazuar në këto rezultate, në vitin 2010 , për gjysmën e njësive ekonomike të marra në analizë, ROE luhatet nga 1,19% deri 27,56%, ndërsa për të tjerat arrin deri në 79,51%. Gjatë 2011, për gjysmën e njësive ekonomike ROE luhatet nga -53,34% në 25,65%, ndërsa për të tjerat arrin deri në 93,52%. Gjatë 2012, për gjysmën e njësive ekonomike ROE luhatet nga -47% deri në 22,14%, ndërsa për të tjerat arrin deri në 78,2%.

Studimi në kohë i evolucionit të ROE, në periudhën 2010-2012, bazuar në treguesit statistikore, që nxirren për tërësinë e njësive ekonomike për çdo vit, i referohet në thelb, kërkimit të ndryshimit të marzhit neto të fitimit, shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve dhe raportit të aktiveve me kapitalet e veta, të cilat ndryshojnë në mënyrë të konsiderueshme.

Tabela 4.4. *Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësish ekonomike, viti 2010.*

	RN/KMSH	KMSH/SH	QA	A/KV	ROA	MNF	ROE
Min	1,31%	68,95%	0,17	1.01	0,46%	1,23%	1,19%
(25%)	3,18%	90,25%	0,62	2,29	3,54%	3,07%	10,79%
Mediana 50%	5,07 %	93,63%	1,14	3,94	5,26%	4,81%	27,56%
75%	7,34%	95,76%	1,9	6,89	8,12%	6,71%	37,62%
Max	73,28%	105,91%	4,42	21,76	33,04%	50,53%	79,51%
Mesatare	7,63%	91,67%	1,50	5,13	7,79%	6,46%	30,51%

Tabela 4.5. *Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësish ekonomike, viti 2011.*

	RN/KMSH	KMSH/SH	QA	A/KV	ROA	MNF	ROE
Min	-15,58%	42,9%	0,21	1.01	-7,58%	-17,14%	-53,34%
(25%)	3,18%	91,92%	0,61	1,7	3,63%	3,04%	11,32%
Mediana 50%	5,07%	94,29%	1,2	4,23	6,12%	4,81%	25,65%
75%	7,86%	95,70%	1,6	6,89	11,23%	7,16%	37,63%
Max	118%	110,04%	5,67	11,8	30,23%	50,63%	93,52%
Mesatare	9,72%	91,28%	1,57	4,78	7,87%	6,94%	28,1%

Tabela 4.6. *Kthimi mbi kapitalin, kampion i zgjedhur njësisish ekonomike, viti 2012.*

	RN/KMSH	KMSH/SH	QA	A/KV	ROA	MNF	ROE
Min	-18,7%	70,8%	0,14	1,00	-21,5%	-23,83%	-47%
(25%)	3,04%	89,94%	0,48	1,82	1,71%	2,94%	6,44%
Mediana	5,27%	92,99%	0,99	3,59	4,57%	4,92%	22,14%
50%							
75%	8,30%	96,1%	1,93	5,68	8,88%	7,37%	36,8%
Max	44,1%	127,4%	3,7	12,1	21,8%	31,2%	78,2%
Mesatare	6,51%	92,15%	1,27	4,26	6,05%	5,5%	23,7%

ku, RN- rezultati neto, KMSH- kosto e mallrave të shitura, SH- shitjet, QA- treguesi i shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve (shitje/ totalit të aktivitetit), A/KV – aktive/kapitale të veta, MNF- marzhi neto i fitimit,(RN/SH), ROA- kthimi mbi aktivitet, ROE – kthimi mbi kapitalin.

Në periudhën që studiohet, bazuar në treguesit statistikore që nxirren, për tërësinë e njësisive ekonomike për çdo vit, vlera e treguesit të shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve, në lidhje me vlerën e marzhit neto të fitimit, shprehet gjithashtu edhe në vlerën e ROA. Ky tregues, lejon krahasimin e efikasitetit të një njësie ekonomike me efikasitetin e llojeve të ndryshme të investimeve si dhe me efikasitetin e njësisive të tjera ekonomike me të njëjtin nivel risku..

Korrelacioni midis ROE dhe marzhit të fitimit neto, si për kampionin e 2010 (0,36), ashtu edhe për 2011, (0,33) dhe 2012 (0,47) është pozitiv dhe statistikiqisht e dhënë që shpreh pjesëmarrjen e marzhit neto të fitimit në konfigurimin e ROE.

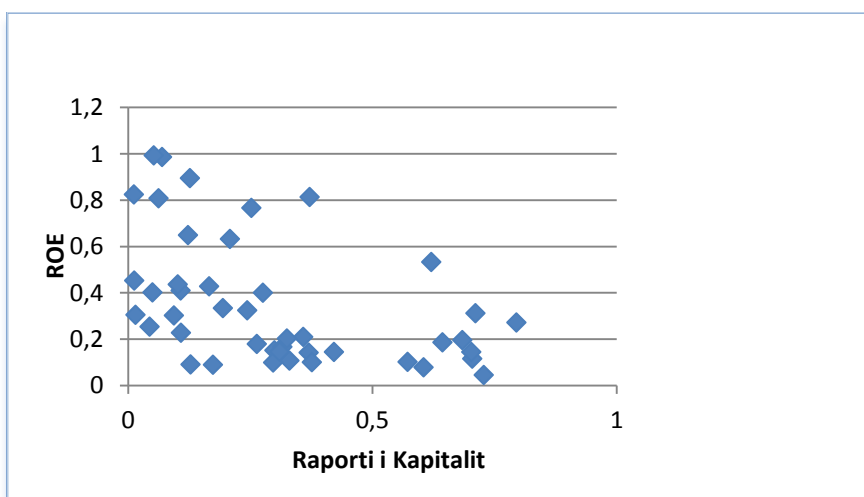
Korrelacioni midis raportit KMSH/SH dhe marzhit të fitimit neto, si për njësitë ekonomike të zgjedhura të 2010, (0,03) dhe për ato të 2011, (-0,88) dhe 2012 (-0,87) është negative, si pasojë pa ndikim në ROE.

Pjesëmarrja e treguesit të shpejtësisë së qarkullimit të aktivitetit në konfigurimin e ROE është pozitive, pak më e ulët në lidhje me marzhin e fitimit neto, për

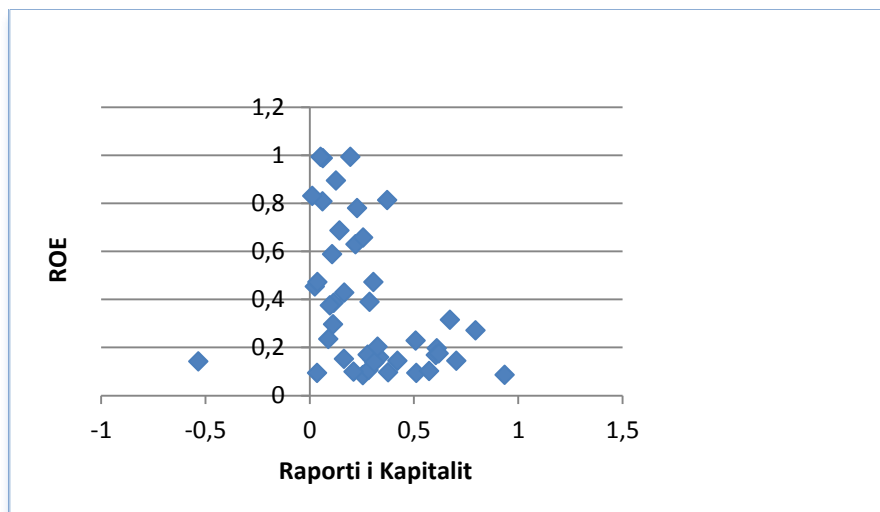
koeficientet e korrelacionit (0,28) për 2010 dhe (0,33) për 2011 e (0,37) për kampionin e 2012.

Korrelacioni midis raportit A/KV dhe ROE si për njësitë ekonomike të 2010 (0,48) ashtu dhe për ato të 2011 (0,34) e 2012 (0,45) është pozitiv fakt që tregon pjesëmarrjen e A/KV në krijimin e marzhit neto të fitimit. Nëse ROE rritet për shkak të rritjes së marzhit neto të fitimit ose qarkullimit të aktiveve, kjo është një shenjë shumë pozitive për njësinë ekonomike. Nëse ROE rritet për shkak të rritjes së vlerës së raportit Aktive/ Kapitali i vet, kjo e ndërlikon problemin.

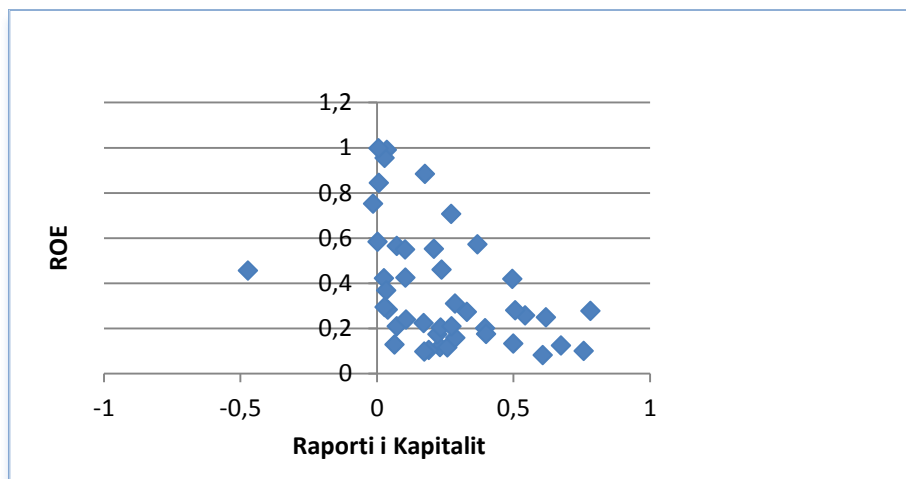
Krahas analizës së këtyre treguesve dhe ndikimit të tyre në vlerën e ROE do të analizojmë dhe faktin nëse ekziston një lidhje negative midis ROE dhe raportit të kapitalit. Mbështetur në data-base-in tonë, duke përdorur vlerat që marrin këta dy tregues, arritëm të ndërtojmë grafikët që shprehin lidhjen mes tyre. Në kapitullin V do të trajtohet gjerësisht hipoteza e ngritur për këtë lidhje. Mbështetur në të dhënat e kampionit tonë, grafikisht lidhja midis raportit të kapitalit dhe ROE për njësitë ekonomike të vitit 2010,2011,2012, paraqitet nëpërmjet grafikëve 4.1, 4.2 dhe 4.3 përkatësisht.



Grafiku 4.1. Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2010



Grafiku 4.2. Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2011



Grafiku 4.3. Grafiku i lidhjes midis ROE dhe Raportit të kapitalit për vitin 2012

Ky punim paraqet rezultatet e zbatimit të një kërkimi të mëtejshëm të barazimit të modifikuar Du Pont për një numër të zgjedhur njësish ekonomike gjatë vitit 2010-2012, me synim, vlerësimin e performancës ekonomiko-financiare të tyre.

Barazimi i modifikuar DuPont që zbatohet, ka mundësinë e theksimit të rëndësisë së efektivitetit të kostos, të treguesve KMSH/SH , shpejtësisë së qarkullimit të aktiveve dhe A/KV në krijimin e ROE.

Në përputhje me rezultatet e punimit, evoluimi i ROE gjatë 2010-2012, mbi bazën e treguesve statistikorë të nxjerra për tërësinë e njësive ekonomike për çdo vit, vjen për shkak të ndryshimit të marzhit neto të fitimit, të shpejtësisë së qarkullimit të aktivitetit dhe raportit A/KV(i cili nuk konsiderohet dhe aq shumë i leverdisshëm). Gjithashtu, gjatë një periudhe të marrë në studim, pjesëmarrja e marzhit neto të fitimit në konfigurimin e ROE, është më e madhe në lidhje me treguesin e shpejtësisë së qarkullimit të aktivitetit. Përsa i takon konfigurimit të marzhit neto të fitimit më të madh, është pjesëmarrja e efektivitetit të kostos në lidhje me raportin KMSH/SH.

Politika për përmirësimin e performancës së ROE për njësitë ekonomike që paraqesin performancë të ulët të efektivitetit të kostos, duhet të bazohet në masa me synim rritjen e efektivitetit të kostos, p.sh. uljen e kostos së shitjeve. Veç kësaj, njësitë ekonomike që kanë mangësi në treguesin e shpejtësisë së qarkullimit të aktivitetit duhet të kërkojnë përmirësimin e madhësisë, ose duke rritur sasinë e shitjeve, ose duke zvogëluar aktivitetin (p.sh. duke zvogëluar inventarët, shitjes së aktiveve që paraqesin efikasitet të ulët si dhe nëpërmjet rihartimit të politikës së kreditit).

4.2.2. Modeli Altman Z-Score

Altman(1968) ishte i pari që propozoi metodën MDA (analiza diskriminante shumëvariable), duke u përpjekur të klasifikojë njësitë ekonomike në të falimentuara dhe jo të falimentuara, mbështetur në llogaritjen e vazhdueshme dhe kombinimin e disa treguesve në një kombinim Z score. Kampioni fillestar ishin 66 njësi ekonomike Grupi i njësive ekonomike të falimentuara përbëhej nga 33 njësitë që falimentuan gjatë periudhës 1946-1965 me një nivel mesatar të aktiveve prej 6.4miljon \$ (0.7 - 25,9 milion \$). Me këtë grup krahasohej dhe grupi i njësive ekonomike jo të dështuara (33), me kriter kufizimin e madhësisë së aktiveve (1-25 milion \$), por dhe degën e industrisë. Për mbledhjen e pasqyrave financiare përdori *Moody's Industrial Manuals* dhe vendosi si vit para falimentimit vitin e deklarimit të bilancit të fundit para falimentimit, me një limit kohor prej 7.5 muaj pas ngjarjes së falimentimit. Zgjedhja e treguesve të cilët do të rezultojnë variablat e pavarura të modelit, erdhi nga zbatimi i MDA në një listë prej 22 treguesish të grupuar në 5 kategori. Lista fillestare u hartua në bazë të: a) shpeshësisë së paraqitjes në literaturë, b) përkatësinë potenciale me studimin që disponojmë c) si dhe disa tregues “të rinj”, të

cilët percaktoi në mënyrë empirike Altman. Kategoritë e grupimit të treguesve ishin:

- Të likujditetit
- Të perfitueshmërisë
- Të levës
- Të aftësisë paguese
- Të aktivitetit

Nga lista e 22 treguesve u përzgjedhën pesë, kombinimi i të cilëve maksimizonte aftësinë parashikuese të modelit. Megjithatë, në mënyrë që të rezultojë në formimin e modelit përfundimtar bazuar në pesë treguesit e preferuar, u punua sipas procedurës së mëposhtme:

1) U vërejt rëndësia statistikore e funksioneve të ndryshme alternative duke marrë gjithnjë parasysh kontributin relativ të secilit variabël të pavarur 2) U vlerësua korrelacioni ndërmjet variablave 3) U vërejt saktësia e parashikuar e funksioneve të ndryshme 4) në bazë të gjykimit të tij.

Funksioni përfundimtar i rregulluar mori formën e mëposhtme:

$$Z = 0.021 X1 + 0.014 X2 + 0,033 X3 + 0,006 X4 + 0,999X5^6 \quad (4.5)$$

Ku :

X1 = Kapitali punues/Totali i aktivitet (Working Capital / Total Assets)

X2= Fitimi i mbartur/ Totali i aktivitet (Retaining Earnings / Total Assets)

X3= Fitimi para interesave dhe taksave/ Totali i aktivitet (EBIT/ Total Assets)

X4= Vlera aktuale e kapitalit/ Totali i detyrimeve (Market Value Equity / Total Debt)

X5= Shitje/ Totali i aktivitet (Sales / Total Assets).

➤ Raporti i parë (kapitali punues/ totali i aktiveve) është një tregues i mirë i aftësisë së njësisë ekonomike për të kompensuar atë që ka borxh në muajt e ardhshëm.

⁶ Altman, E.I. (1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, 23,4, fq. 594.

➤ Raporti i dytë është një tregues i mirë që tregon se sa në borxh është njësia ekonomike dhe nëse ajo ka një histori të përfitimit.

➤ Raporti i tretë është një tregues i efikasitetit në atë që tregon se sa lekë të ardhura gjeneron njësia ekonomike për çdo lek të aktiveve që disponon.

➤ Raporti i katërt është një tregues variabël i besueshmërisë së tregut në njësinë ekonomike.

➤ Raporti i pestë është i ngjashëm me raportin e tretë për faktin që tregon efikasitetin e njësisë ekonomike në realizimin e shitjeve nga aktivet e saj.

Modeli Z score është një produkt i analizës lineare, në të cilin 5 tregues ponderohen dhe përmbledhen me një rezultat të përgjithshëm i cili është bazë për klasifikimin e njësive ekonomike në të dështuara apo jo të dështuara. Vlen të theksohet se për variabla që nuk paraqitën interes në nivelin e analizës njëvariable, në nivelin e MDA ndodh e kundërta dhe anasjelltas⁷.

Për shembull, indeksi që tregoi fuqinë më të madhe parashikuese të falimentimit i përzgjedhur nga modeli i analizës njëvariable të Beaver (1966), Fluksi i mjeteve monetare / Totali i detyrimeve⁸, nuk u përfshi në modelin Z score. Qëllimi i Altman nëpërmjet MDA ishte kërkimi i variablave të pavarura të cilat së bashku do të kontribuonin në masë të madhe në aftësinë parashikuese të modelit, pa shfaqur domosdoshmërisht rëndësinë më të madhe statistikore, kur analizohen veçmas (p.sh. si në analizën njëvariable).

Ai arriti të klasifikojë saktë 95% të njësive ekonomike të modelit fillestar duke minimizuar gabimet e tipit I (6%) dhe të tipit II (3%). Sipas Altman, njësitë ekonomike me Z score:

$Z > 2,67$ nuk janë të kërcënuar direkt (brenda vitit) me dështim.

$Z < 1,81$ shkojnë në dështim brenda vitit aktual

$1,81 < Z < 2,67$ për këto njësi ekonomi, nuk mund të bëhet në mënyrë të sigurtë klasifikimi (zona gri).

Modeli Altman ishte fillimi i përdorimit të metodës MDA në studimin e parashikimit të falimentimit. Metodologjia statistikore që zbatoi kishte kritikë të ndryshme. Moyer (1977) hodhi dyshime në aftësinë parashikuese të modelit dhe

⁷ Balcaen, S., Ooghe, H., (2006), 35 years of studies on business failure : an overview of the classic statistical methodologies and their related problems, The British Accounting Review, 38 , fq. 66

⁸ Beaver, W., (1966), Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966, Journal of Accounting Research 4, fq. 74.

Deakin (1976) qëndroi në supozimin e normalitetit shumëvariabëlsh, që zakonisht shkelej, me rezultat teste të rëndësishme dhe vlerësime të gabimeve të njëanshëm. Megjithatë, nuk u dyshua në aspektin teorik, prandaj dhe formoi bazën për shumë studime të ngjashme, duke kryesuar deri në vitet '80. Vlen të theksohet se modeli Z score është përdorur si plotësues (si variabël i pavarur) dhe në kërkimet me përmbajtje të ndryshme (nga parashikimi i falimentimit) si diagnostifikimi i pasqyrave financiare të falsifikuara (Falsified Financial Statements) Spathis (2002)⁹

Në vitin 2000 Altman në një vërtetim të modelit Z Score, mbështetur edhe në diskutimet e studiuesve të ndryshëm, paraqiti formën përfundimtare të modelit Z Score si më poshtë:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5^{10} \quad (4.6)$$

Që modeli të ishte i zbatueshëm edhe në njësitë ekonomike private, aksionet e të cilave nuk tregëtohen në bursë, Altman rivlerësoi të gjitha peshat specifike të modelit, duke zëvendësuar paralelisht vlerën aktuale të kapitalit të vet në variablin X4 me vlerën kontabel (Book value). I rishikuar, modeli mori formën e mëposhtme:

$$Z' \text{ score} = 0,717(X_1) + 0,847(X_2) + 3,107(X_3) + 0,420(X_4) + 0,998(X_5) \quad (4.7)$$

Variabli X4 (Vlera kontabël e Kapitalit të vet / Detyrime gjithsej) llogaritur në bazë të vlerës kontabël të kapitalit të vet, paraqiti një ulje të rëndësishme, krahasuar me modelin fillestar, megjithatë vazhdoi të përbëjë variablin e tretë më të rëndësishëm të Z Score. Hapësira për të cilën nuk mund të jetë parashikimi i sigurt (zona gri) tani është më e gjerë (1,23 -2,90) dhe rezultatet do të klasifikohen në këtë mënyrë:

$Z' > 2.9$ -“Safe” Zone

$1.22 < Z' < 2.9$ -“Grey” Zone

$Z' < 1.75$ -“Distress” Zone

⁹ Spathis, C.,T. (2002) Detecting false financial statements using published data: Some evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal* 17/4 , fq.186 .

¹⁰ Altman, E.I.,(2000), Predicting financial distress of companies : Revisiting the Z score and ZETA Models.

Gjatë viteve në vijim, parametrat dhe koeficientët janë të përshtatura për situata të ndryshme. Modeli i rishikuar Z" Score (Altman, Hartzell dhe Peck, 1995 dhe Altman & Hotchkiss, 2006) u fut për njësitë ekonomike jo prodhuese, si dhe për sektorët e prodhimit apo njësitë ekonomike që operojnë në vendet në zhvillim. Variablat e Z" Score ishin të njëjta si modeli Z' Score, me përjashtimin të raportit shitje / totalit të aktiveve, (X5) në mënyrë që të pastrojë funksionin nga shtrëmbërime të mundshme në lidhje me sektorin (degën) dhe vendin. Koeficientët e ponderuar kështu kanë vlera të ndryshme:

$$Z''\text{Score} = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4 \quad (4.8)$$

Nese $Z > 2,67$ nuk janë të kërcënuar direkt (brenda vitit) me dështim.

$Z < 1,81$ shkojnë në dështim brenda vitit aktual

$1,81 < Z < 2,67$ për këto njësi ekonomike, nuk mund të bëhet në mënyrë të sigurtë klasifikimi (zona gri).

Në llogaritjen e Z" Score për vendet në zhvillim, Altman, Hartzell dhe Peck propozuan shtimin e një konstanteje (3,25), në mënyrë që të standardizojnë rezultatet, me qëllim që rezultate të barabartë ose më të vegjël se 0 do të ishin ekuivalente me situatën e parazgjedhur. Në këtë mënyrë, modeli Z" Score i modifikuar do të ishte:

$$Z''\text{ Score} = 3.25 + 6.56 (X1) + 3.26 (X2) + 6.72 (X3) + 1.05 (X4) \quad (4.9)$$

dhe vlerat përcaktuese do të ishin :

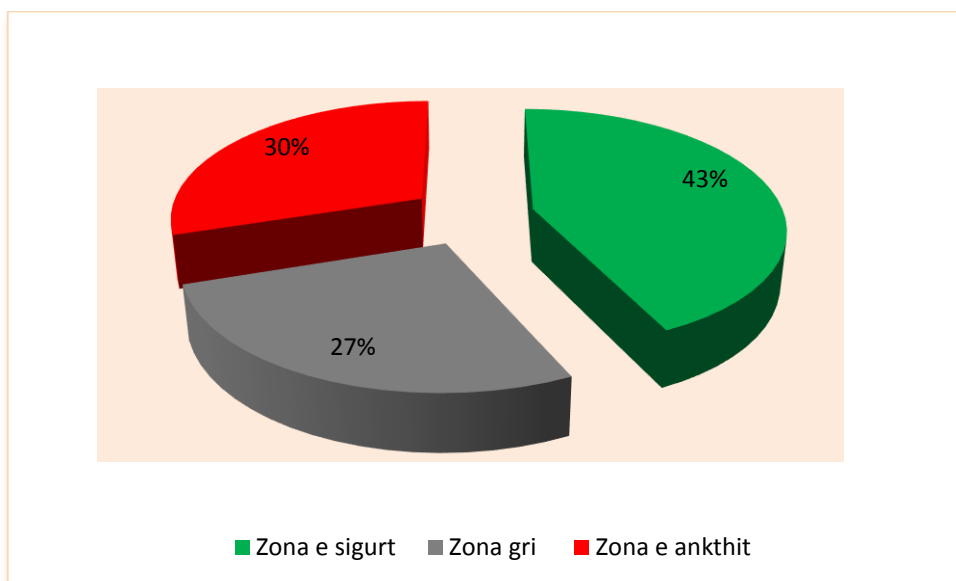
$Z > 5.85$ nuk janë të kërcënuar direkt (brenda vitit) me dështim . (Safe Zone)

$4.35 < Z < 5.85$ për këto njësi ekonomike, nuk mund të bëhet në mënyrë të sigurtë klasifikimi (Grey Zone)

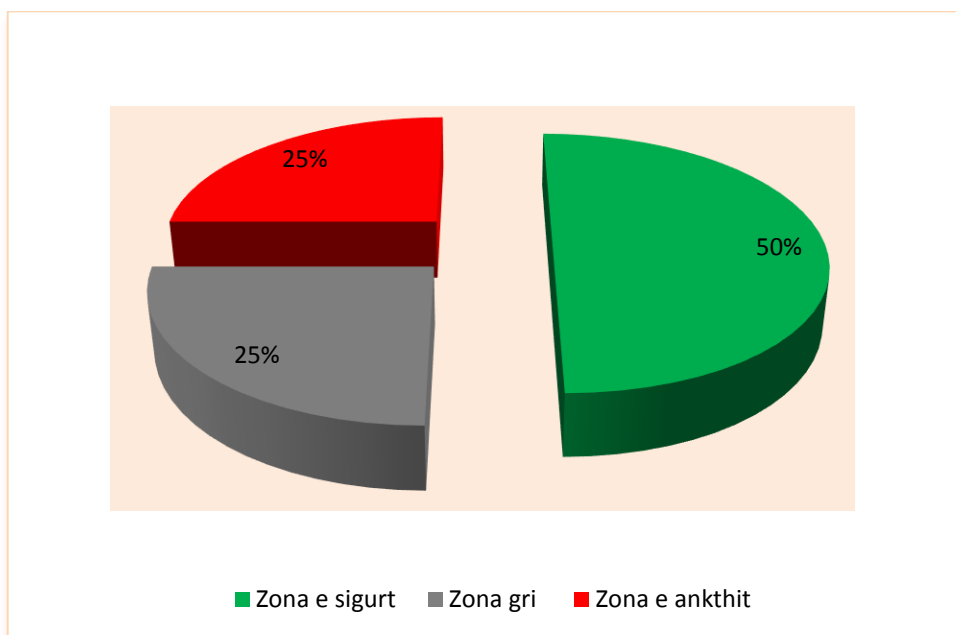
$Z < 4.35$ shkojnë në dështim brenda vitit aktual (Distress Zone)

Këtë model do të zbatojmë edhe në rastin e njësive ekonomike të marra në analizë.

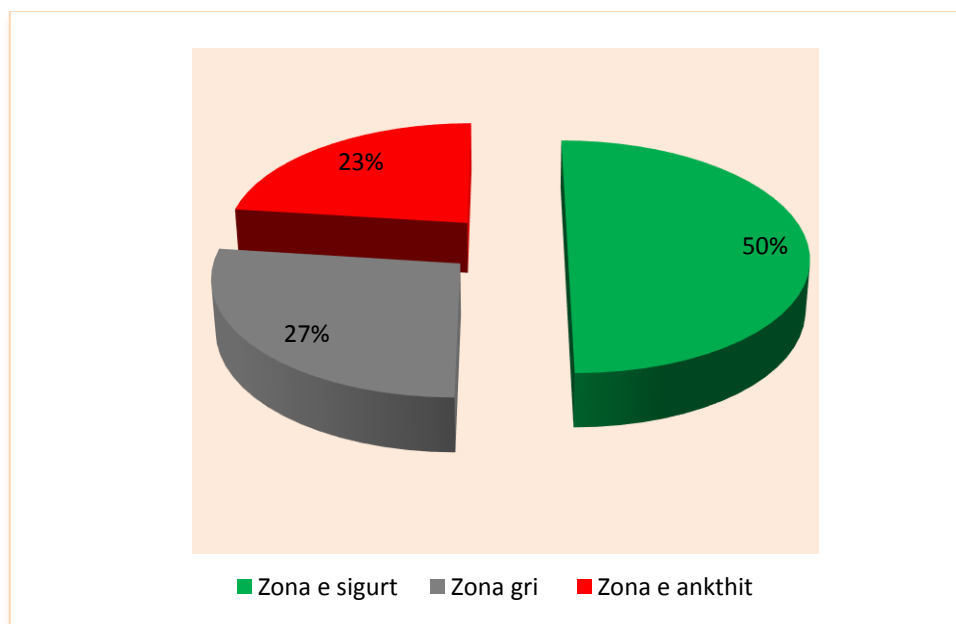
Duke bërë një analizë të tillë, jemi në gjendje të japim një panoramë të qartë të situatës financiare të këtyre njësive ekonomike.



Grafiku 4.4. Zbatimi i modelit Altman Z'' Score për vitin 2010



Grafiku 4.5. Zbatimi i modelit Altman Z'' Score për vitin 2011



Grafiku 4.6. Zbatimi i modelit Altman Z' Score për vitin 2012

Duke zbatuar modelin Altman Z' Score, (Grafiku 4. 4) shohim qartë se në vitin 2010, zë një pjesë të konsiderueshme (30%) numri i njësive ekonomike të cilat gjenden në “zonën e rrezikshme” (Bankruptcy zone), kundrejt pjesës së njësive ekonomike (27%) për të cilat nuk mund të bëhet në mënyrë të sigurt klasifikimi (grey zone) dhe njësive ekonomike (43%) të cilat nuk janë të kërcënuara direkt nga falimentimi (green zone). Duke pasur parasysh rezultatet e këtij modeli në vite, është e qartë se për këto njësi ekonomike , situata përmirësohet disi, në favor të atyre që nuk kërcënohen direkt nga falimentimi. Siç shihet qartë nga grafikët, (Grafiku 4.5, Grafiku 4.6), ulet numri i njësive ekonomike të ndodhura në “zonën e rrezikshme”, (nga 30% në 2010, shkon në 25% në 2012) dhe rritet numri i atyre njësive që ndodhen në “zonën e sigurt” (nga 43% në 2010 në 50% ne 2012) .

Në Shqipëri, studimet lidhur me falimentimin e njësive ekonomike kanë qenë të pakta dhe kryesisht kanë trajtuar arsyet që çojnë njësitë ekonomike shqiptare në falimentim. I vetmi studim, në llojin e modelimit të strukturës së falimentimit është bërë në Shqipëri, në vitin 2007 nga Prof.As. Rezarta Perri. Objekt i këtij studimi ishin vetëm njësitë ekonomike me kapital të pjesshëm apo të plotë shtetëror, nisur nga idea se pasqyrat e tyre financiare janë më të sakta. Nga studimi i njësive ekonomike të

marra në analizë , duke përdorur analizën diskriminuese shumëvariable, u evidentuan gjashtë tregues që konsideroheshin si tregues të mirë të falimentimit. Mbështetur në këta tregues barazimi i ri, mbështetur në Altman Z-Score ishte:

$$Z_{al} = -9.395 - 6.107X1 - 5.291X2 + 0.534X3 - 0.001X4 + 3.463X5 + 1.010X6^{11}$$

(4.10)

Ku: Z_{al} – Rezultati i llogaritur nga funksioni i diskriminimit

X1 - Fitimi Operativ / Aktive Totale

X2 – Shitje / Aktive Totale

X3 – Shitje / Klientë

X4 - Aktive Totale / Numër punonjësish

X5 – Detyrime Totale / Aktive Totale

X6 – Logaritmi i Aktiveve Afatgjata Materiale

Tre prej këtyre treguesve janë përdorur edhe në modelet e tjera , në vende të tjera, përkatësisht, X1, X5 dhe X6. Dy treguesit e tjerë, X3 dhe X4, janë dy tregues të cilët janë përdorur për herë të parë në Shqipëri. Ata nuk janë konsideruar si të rëndësishëm në studimet e mëparshme, por sipas autores, konsiderohen si tipikë për shoqërinë shqiptare.

4.2.2.1. Problemet dhe kufizimet e modelit Altman Z -score

Qysh nga modeli fillestar Altman Z-Score(1968) dhe deri në variantet më të fundit të tij, të gjitha Modelet Z - Score kanë provuar të jene një mjet i besueshëm për të parashikuar dështimet e njësive ekonomike në një shumëllojshmëri natyrash dhe tregjesh. Megjithatë, duhet theksuar se modeli Z –Score nuk është i vlefshëm në çdo situatë. Si çdo teori apo model, edhe Z-Score ka pasur disa kundërshtime në vite. Modelet Z-Score, duhet të përdoren për parashikimin e “ankthit” financiar vetëm në qoftë se njësia ekonomike që po analizohet është e krahasueshme me njësitë

¹¹ R.Perri (2007), “Falimentimi si një fenomen i pashmangshëm i tregut (nga këndvështrimi i analizës)”

ekonomike që merren si kampion në keto modele (Altman 2000). Të dhënat që Altman ka përdorur si bazë të modeleve të tij, tashmë janë disi të hershme. Kjo është e dukshme në Modelin origjinal Z- Score, në të cilin ai përdor të dhëna nga njësi ekonomike relativisht të vogla me vlera totale të aktiveve që luhaten nga 1 000 000 \$ deri në 25 000 000 \$.

Në këtë mënyrë, ky model nuk është veçanërisht i përshtatshëm për njësitë ekonomike të vogla me vlera të totalit të aktiveve më pak se 1 milion \$, për faktin se këto njësi mund të kenë raporte të ndryshme nga njësitë e mëdha ekonomike.

Po ashtu, modelet Z - Score në përgjithësi nuk janë të përshtatshme për njësitë ekonomike të vogla me pak ose aspak fitim.

Altman ka provuar saktësinë e modelit origjinal Z-score në njësitë ekonomike të përzgjedhura, pavarësisht nga madhësia e aktiveve të tyre dhe kjo duket të jetë mjaft e fuqishme për të trajtuar njësi ekonomike të mëdha . Një argument i shpeshtë është se raportet financiare, nga natyra e tyre, kanë efektin e statistikave të deflatuara për nga madhësia. Për këtë arsye, një pjesë e mirë e efektit të madhësisë është eliminuar (Altman 2000). Kështu, modeli origjinal Z-Score duhet të jetë i zbatueshëm në njësitë ekonomike me më shumë se 25 000 000 \$ në totalin e aktiveve. Modeli për njësitë ekonomike jo prodhuese, është i bazuar në njësi ekonomike me aktive totale mesatare prej rreth 100,000,000 \$.

Përveç kësaj, modelet kanë dobësinë e të mos qenit të imunizuar ndaj praktikave të rreme të kontabilitetit. Është deklaruar nga Altman se llogaria “Fitimi i pashpërndarë” është subjekt i manipulimit nga njësitë ekonomike, fakt ky që mund të shkaktojë një paragjykim (Altman 2000). Altman gjithashtu thekson se në vitet e kaluara, raporti Fitimi i pashpërndarë/ Totali i aktiveve (X2), ka treguar një përkeqësim serioz në vlerat mesatare të njësive ekonomike jo në gjendje të vështirë. Për këtë arsye, ai ka reduktuar ndikimin e raportit mbi Z " - Scores në modelet pasuese për njësitë ekonomike joprodhuese. EBIT gjithashtu mund të jetë i ekspozuar ndaj manipulimit të të dhënave të kontabilitetit .

Një tjetër vlerësim është paqëndrueshmëria e rezultateve të modelit origjinal Z-Score për shkak të ndryshimeve të çmimit të aksioneve. Rezultatet e modelit mund të ndryshojnë me kalimin e kohës. Kjo mund të shpjegohet nga pasiguria e çmimit të aksioneve, pasi ai (çmimi) është subjekt i opinionit në tregjet financiare. Gjatë

periudhave kur në tregun e aksioneve çmimi është relativisht i lartë, rezultatet e Z - Score do të jenë më të larta se në kohën kur çmimet e aksioneve janë të ulta .

Provat e fundit tregojnë se mesatarja e Z – Score është rritur për shkak të rritjes së konsiderueshme në çmimet e aksioneve dhe ndikimin e saj në X4 (Altman 2000) . Megjithatë, pavarësisht nga këto probleme, modelet Z - Score janë ende ndër treguesit më të njohur dhe të përdorur gjerësisht të “shqetësimit” financiar . Këto modele kanë provuar se janë mjete të rëndësishme për të ndihmuar në analizen e shëndetit të njësive ekonomike si dhe parashikimit të mundësisë së falimentimit. Për të përforcuar dhe verifikuar rezultatet, modelet mund të plotësohen me mjete të tjera analitike, në mënyrë që së bashku, të japin një gjykim më të plotë për situatën financiare të një njësie ekonomike.

4.2.3. Testi i shpejtë Kralicek

Një nga çështjet kryesore të drejtimit të një njësie ekonomike, ka të bëjë me ndërgjegjësimin e njësive ekonomike për gjendjen e tyre financiare. Për të mbijetuar në treg dhe për të qenë e suksesshme, çdo njësi ekonomike, duhet të jetë në gjendje që menjëherë të vlerësojë riskun e falimentimit. Dihet se rezultate të mira të analizës janë arritur duke përdorur modele shumëfaktoriale të vlerësimit të gjendjes financiare, të cilat në një nivel të caktuar të probabilitetit mund të parashikojnë falimentimin e njësive ekonomike. Domosdoshmëria e sistemit të vlerësimit të shpejtë të paafetisë paguese është perceptuar veçanërisht gjatë krizës në vitet '20 dhe '30 të shekullit XX. Kërkesat në rritje për organizimin e menaxhimit të riskut financiar në sektorin bankar, gjithashtu stimuluan aktivitete në përmirësimin e metodave të vlerësimit të paafetisë paguese dhe falimentimit të huamarrësve. Ky faktor, nga ana e vet, nxiti interesin e njësive ekonomike në vlerësimin e riskut financiar.

Një mjet i rëndësishëm për përcaktimin e situatës financiare të një njësie ekonomike, është Testi i shpejtë Kralicek. Për të nxjerrë një përfundim në lidhje me gjendjen financiare të një njësie ekonomike duke përdorur Testin e shpejtë Kralicek, është e nevojshme që të kemi në dispozicion disa tregues të marrë nga bilanci dhe pasqyra e të ardhurave dhe shpenzimeve. Studimet vërtetojnë se fluksi i mjeteve monetare mund të shprehet në dy mënyra dhe në varësi të mënyrës së llogaritjes, vlera e gjetur e treguesit, mund të luhatet.

Studimet e ndryshme ekonomike kanë provuar se shumë studjues kanë bërë hulumtime në lidhje me parashikimin e falimentimit, duke përdorur raportet financiare në kombinime të ndryshme dhe zhvillimin e një funksioni linear, për të përcaktuar mundësinë e falimentimit. Quick Test Kralicek (Kralicek, 1993) është zhvilluar në vitet '90. Kjo metodë ofron vlerësim të shpejtë dhe të saktë të paaftësisë paguese. Vlerësimi është bazuar në llogaritjen e katër faktorëve (dy tregues të stabilitetit financiar dhe dy tregues të efikasitetit). Në varësi të vlerës së treguesit të llogaritur, është dhënë një numër i caktuar pikësh. Pikët e fituara, japin vlerësimin e paaftësisë paguese. Vlerësimi i arritur, dëshmon anët e dobëta të njësisë ekonomike dhe mundëson për të arritur në përfundimin se cili prej grupeve të treguesve mund të ndikojë negativisht në nivelin e përgjithshëm të aftësisë paguese.

Duke përdorur Testin e shpejtë Kralicek, bëhet i mundur përcaktimi i ndikimit të dy grupeve të faktorëve, si stabilitetit financiar dhe efikasitetit në kuptimin e vlerësimit të gjendjes financiare.

Fluksi i mjeteve monetare është një informacion dinamik në lidhje me hyrjet dhe daljet e parave për një periudhë kohe. Gjithë literatura në lidhje me rëndësinë e informacionit të fluksit të mjeteve monetare në përgatitjen e parashikimeve rreth falimentimit, tregon se të dhënat e mbledhura janë të pasigurta dhe kontradiktore. Në mënyrë që të mos hiqen informacionet kyç për parashikimin e fluksit të mjeteve monetare, është e nevojshme që të përqëndrohemi në teknikën përcaktuese, duke marrë parasysh të dhënat në dispozicion dhe dinamikën e tyre. Kur krahasohet me modelet e tjera, Testi i shpejtë Kralicek duket më tolerant, pasi këtu janë përdorur të dhëna për fluksin e mjeteve monetare para zbritjes së taksave. Treguesi negativ i kapitalit është një nga shenjat që mund të dëshmojë për paaftësinë e një njësie ekonomike për të përmbushur detyrimet e saj financiare, duke mbartur kërcënimin e riskut të falimentimit.

Kështu, sipas testit të shpejtë Kralicek:

$$R1 = \frac{\text{Kapitali}}{\text{Aktive}} \quad (4.11)$$

$$R2 = \frac{\text{Detyrime} - \text{Mjete monetare}}{\text{Fluksi i mjeteve monetare}} \quad (4.12)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{Aktive} \quad (4.13)$$

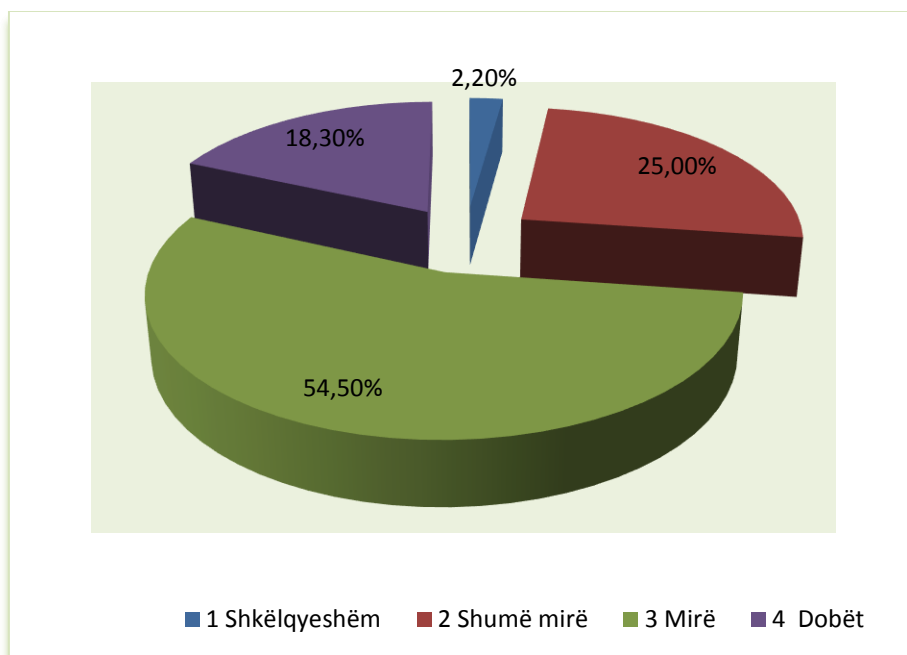
$$R4 = \frac{\text{Fluksi i mjeteve monetare}}{\text{Te ardhura}} \quad (4.14)$$

Tabela 4.7. Vlerësimet e Testit të shpejtë Kralicek

Raporti	Shkëlqyeshëm (1)	Shumë mirë (2)	Mirë (3)	Dobët (4)	E rrezikshme (5)
R1	> 30%	>20%	> 10%	>0%	Negative
R2	< 3 vjet	< 5 vjet	< 12 vjet	> 12 vjet	> 30 vjet
Stabiliteti Financiar	<i>Mesatarja aritmetike e Aktiveve totale dhe periudhës së pagesës së borxhit nga fluksi i mjeteve monetare</i>				
R3	> 10%	> 8%	> 5%	> 0%	Negative
R4	> 15%	> 12%	> 8%	> 0%	Negative
Efikasiteti	<i>Mesatarja aritmetike e fluksit të mjeteve monetare operativ dhe ROA</i>				
Vlerësimi përfundimtar	<i>Mesatarja aritmetike e katër treguesve</i>				

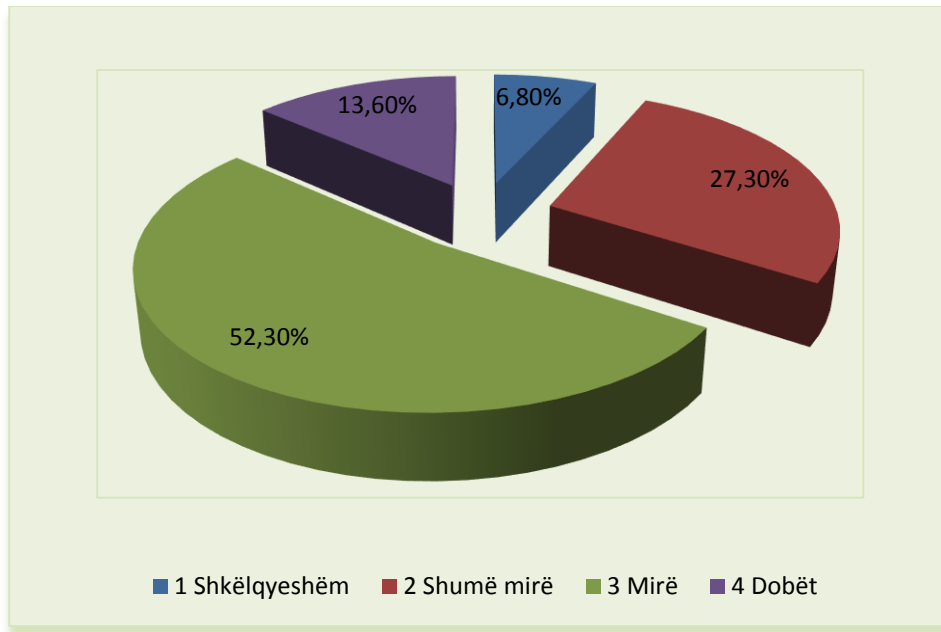
Aftësia paguese e njësisë ekonomike matet duke pasur parasysh që rezultati i çdo raporti klasifikohet në përputhje me shkallën e vlerësimit. Vlerësimi përfundimtar është një mesatare e të gjitha vlerave të fituara nga çdo raport i veçantë.

Nga analiza e bërë për 44 njësitë ekonomike që ne kemi marrë si kampion, në vitet 2010-2012, kemi arritur të specifikojmë se në çfarë pozite financiare, përsa i përket vështirësisë së likuidimit, gjenden këto njësi dhe çfarë mund të themi në përgjithësi për këtë situatë. Theksojmë se asnjë nga njësitë ekonomike të kampionit tonë nuk gjendej në nivelin 5 të vlerësimit, *e rrezikshme*. Për këtë arsye në grafik paraqiten vetëm katër nga gjendjet në të cilat ndodhen njësitë ekonomike të kampionit tonë.

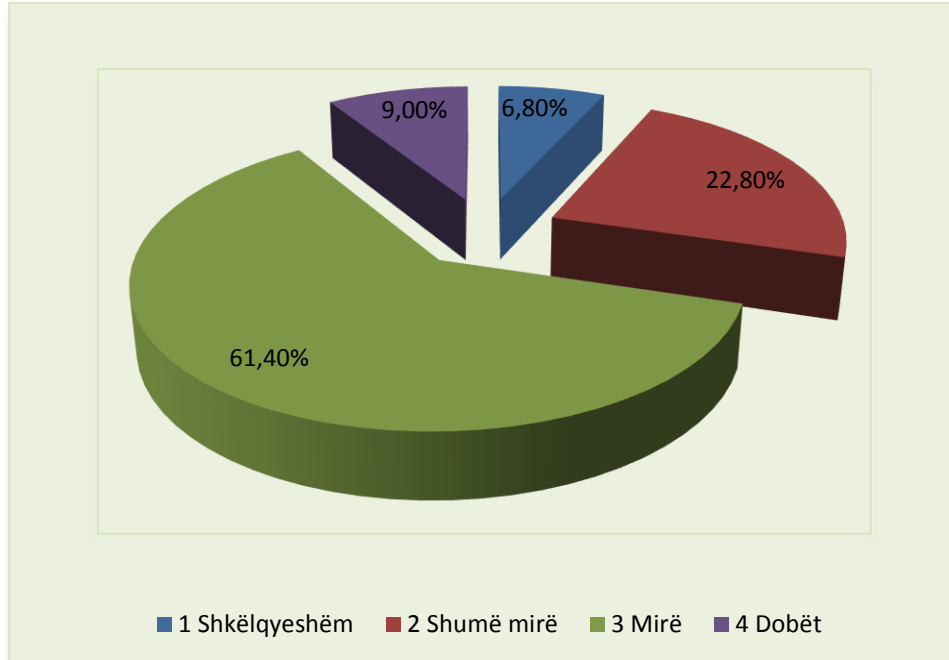


Grafiku 4.7. Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2010

Siç duket qartë nga grafiku që paraqet rezultatet e Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2010, është shumë i vogël (vetëm 2,2%) numri i njësive ekonomike të cilat në bazë të këtij Testi do të konsideroheshin në pozicionin “Shkëlqyeshëm”. 25% e njësive ekonomike ndodhen në vlerën 2 të Testit të shpejtë Kralicek, vlerë e cila i përket pozicionit “Shumë mirë” kundrejt 18,3% të tyre që gjenden në pozicionin “Dobët”. Pjesa dërmuese e njësive ekonomike në këtë vit gjenden në vlerën 3 të Testit të Shpejtë Kralicek, vlerë e cila i përket pozicionit “Mirë”.



Grafiku 4.8. Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2011



Grafiku 4.9. Zbatimi i Testit të Shpejtë Kralicek për vitin 2012

Situata përmirësohet disi në vitin 2011, vit në të cilin rritet pesha specifike e njësive ekonomike që i përkasin nivelit “Shkëlqyeshëm” (6,8%) dhe ulet pesha specifike e atyre që i përkasin nivelit “Dobët” (13,6%). Kjo dëshmon për një përmirësim relativ të situatës nga njëri vit në tjetrin.

Viti 2012 shënon përsëri rritjen e peshës specifike të numrit të njësive ekonomike që gjenden në vlerën 3 të Testit të Shpejtë Kralicek. Rritja e përqindjes së kësaj pjese tregon për një përkeqësim relativ të situatës së likujdimeve, pasi është e qartë se sa më shumë të rritet mesatarja e vlerës së Testit të Shpejtë Kralicek, aq më e vogël është aftësia e shlyerjes së pagesave.

4.3. Përcaktimi i vlerës së një njësie ekonomike mbështetur në teknikën e Balanced Scorecard

Një teknikë metodologjike e përparuar e vlerësimit të një njësie ekonomike, mbi bazën e katër grupeve treguesish, është teknika e Balanced Scorecard.(Kaplan R.S. and Norton D. 1996), e cila jep një pamje katërdimensionale të saj, të shkallës së zbatimit dhe arritjes së objektivave strategjike, rezultatja e të cilave është maksimizimi i efektivitetit të kapitalit.

Kjo metodë analizon, në një total katër komponentësh kryesorë, shkallën e arritjes së objektivave strategjike të njësisë ekonomike në katër dimensionet, të cilat janë:

1. Komponenti “Klientelist” (Klientët) (pjesa e tregut, cilësia, çmimi dhe niveli i plotësimit të nevojave të klientit që ka si rezultat ruajtjen e ciklit të punëve dhe thithjen e klientëve të rinj).
2. Komponenti i “Proceseve të brendshme” si kapaciteti i operacioneve të brendshme, kompetencat organizative ose dhe shpejtësia e integritit të veprave zbatuese në prodhim dhe procedurat e tyre.
3. Komponenti “i të mësuarit” dhe ai “novator” i njësisë ekonomike (zhvillimi i burimeve njerëzore dhe përdorimi i teknologjisë informatike, kualifikimi i vazhdueshëm, trajnimi dhe aftësia për të krijuar produkte të reja dhe metodat bashkëkohore të marketingut në treg)

4. Komponenti “Ekonomiko-financiar” në të cilin vlerësohet cilësia e manaxhimit të aktiviteteve të njësise ekonomike dhe burimeve ekonomiko-financiare (treguesit e mjaftueshmërisë së kapitalit, kthimi i kapitalit, fluksi i mjeteve monetare, fitimprurjes së aktivitetit, me synim përfundimtar treguesit ROCE dhe EPS.

Kjo metodë, presupozon se mënyra e përmbushjes së objektivave të projekteve të komponentit të parë, reflekton në mënyrën e duhur në komponentin ekonomiko-financiar që shfaq efektivitetin ekonomik dhe performancën e kapitalit të investuar. Si pasojë, pasqyron në këtë mënyrë dhe vlerën e duhur të njësisë ekonomike me një mënyrë organike, duke treguar dhe perspektivat e ardhshme të rentabilitetit të njësisë ekonomike, në varësi të shkallës “lider” dhe qëndrueshmërisë, që identifikohet nga tre komponentët e parë të modelit BSC. Nisur nga sa thamë më sipër, mund të themi se BSC është një metodologji e vlerësimit:

- a. Të kapacitetit
- b. Të qëndrueshmërisë
- c. Të vlerës së njësive ekonomike

Nëpërmjet vlerësimit që bën maten dhe vlerësohen edhe elementet pasurorë jomaterialë të njësisë ekonomike, të cilat vlerësohet se përbëjnë rreth 50% -75% të vlerës së njësisë ekonomike, pasi ato përcaktojnë dinamikën e rezultateve ekonomike në kohë.

Idea kryesore e saj është të bëjë një vlerësim të përgjithshëm dhe përcaktim të shkallës së arritjes së objektivave strategjikë dhe taktikë të njësisë ekonomike (mbi bazën e analizës dhe vlerësimit të saj me tre komponentët e parë) dhe ndikimin e shkallës së arritjes së tyre në rezultatin ekonomik (komponenti i katërt) me të cilat edhe vlerësohet në tërësi. E thënë ndryshe, bazohet në analizën e aftësisë së një njësie ekonomike për të realizuar me efektivitet strategjinë e zgjedhur nga organet drejtuese të saj dhe aftësinë e saj për të siguruar rezultat ekonomik pozitiv në kohë.

E veçanta dhe fuqia e kësaj metodologjie gjendet në faktin se fitimi i vazhdueshëm bazohet dhe mbështetet në:

a. Dinamikën dhe efektivitetin e proceseve të brendshme dhe strukturës organizative të njësisë ekonomike, duke vlerësuar sistemet e zbatuara dhe proceset e modeleve organizative të prodhimit dhe kontrollit të saj.

b. Në aftësinë e njësisë ekonomike për të zhvilluar aftësinë e “të mësuarit” të burimeve njerëzore, në mënyrë që të përfshijë në funksionet e saj “kulturën e njësisë

ekonomike”, “vlerat” dhe “moralin” e personelit, nëpërmjet zhvillimit trajnues që garanton zbatimin e saktë dhe ekzekutimin e veprimeve operacionale, me rezultat maksimizimin e rezultatit ekonomik të njësisë ekonomike, bazuar në objektivat e caktuara.

Zhvillimi i kësaj metodologjie të avancuar për nga përmbajtja e saj u bë nga Kaplan dhe Norton¹². Sipas tyre, treguesit ekonomik-financiare tradicionale u duk qartë se ishin të pamjaftueshëm dhe njëdimensionalë dhe vetëm të një karakteri shpjegues historik.¹³ Pra:

1. Nuk mund të jepnin dhe të tregonin shkaqet për ecurinë e mirë ose të keqe dhe rezultatet e njësisë ekonomike.
2. Baza e vlerës së tyre informuese ishte e një karakteri historik, me bazë gjendjet financiare të publikuara.
3. Nuk mund të jepnin informacion për dinamikën e ardhshme dhe rezultatet e njësisë ekonomike.

Kritika që i bëhet interpretimit të treguesve tradicionalë, ekonomik-financiare konsiston në:

1. Treguesit tradicionalë janë statike dhe nuk mund të japin të dhëna dhe interpretime për ecurinë aktuale dhe dinamikën e çështjeve dhe rezultateve të njësisë ekonomike.
2. Nuk mund të integrojnë në aspektin metodologjik të saj si pikat e forta, ashtu dhe ato të dobta të strategjisë së zbatuar nga njësi ekonomike, ashtu si kundër vlerësohen ato nga këndvështrimi i manaxhimit strategjik.
3. Nuk përfshijnë ndikimin e objektivave dhe nevojave si dhe të vlerave të punonjësve në njësinë ekonomike.
4. Nuk përfshijnë shkallën e depërtimit konkurrues në treg, në baze të plotësimit të nevojave të klientëve dhe besueshmërisë së tyre ndaj njësisë ekonomike që krijon lidhjen e përhershme mes tyre.
5. Nuk mund të zbulojnë shkaqet që krijuan rezultatet konkrete, të paraqitura në bilanc, por thjesht regjistrojnë në mënyrë mekanike çështjet me rezultatet e kaluara

¹² Kaplan R.S. and D. Norton, 1996, “The Balanced Scorecard”, Boston Harvard Business School Press.

¹³ Kaplan R. and D. Norton, 1996, “Linking the Balanced Scorecard to strategy”, California Management Review, Vol.39, nr.I, fq.53-77.

ose të tashme, pa ndonjë mundësi serioze për të parashikuar në mënyrë të bazuar ecurinë e rezultateve të ardhshme.

Perceptimi i ri i BSC bazohet në rradhitjen e kushteve të mëposhtëme:

➤ Njësia ekonomike duhet të ketë vazhdimisht klientë të kënaqur dhe njëkohësisht të jetë novatore, në mënyrë që të ruajë dhe rritë xhiron dhe fitimet e saj në përputhje me qëllimet e saj strategjike. Kjo presupozon shërbime të mira dhe të vazhdueshme ndaj klientëve, produkte të reja, të ndryshme nga ato të konkurrentëve të saj, me cilësi të lartë dhe çmim të logjikshëm.

➤ Kusht për suksesin e tyre në tregun konkurrues, është organizimi i mirë, ngritja dhe funksionimi me efektivitet dhe përmirësimi i produktivitetit të “proceseve të brendshme” të saj, me qëllim që këto procedura të nxisin dhe të motivojnë personelin e të gjitha niveleve.

➤ Kusht për efektivitetin organizativ, procedural dhe produktivitetin është përmirësimi i vazhdueshëm i njohjeve dhe kompetencave të personelit, në mënyrë që të përdorë sistemet e ndryshme të brendshme (prodhimit, qarkullimit, tregëtimit, transferimit dhe shitjeve), jo vetëm mirë, por edhe me novatorizëm krijues, duke krijuar kështu avantazhin në treg.

Kapitulli 5

ANALIZA E MODELEVE TË VLERËSIMIT TË NJËSIVE EKONOMIKE

- Lidhja ROE – Raporti i kapitalit
- Modeli Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek për vlerësimin e gjendjes financiare të njësive ekonomike
- Ngritja e një hipoteze për zgjedhjen e metodës së vlerësimit në Shqipëri
- Avantazhet dhe disavantazhet e çdo kategorie vlerësimi
- Disa gabime të rëndësishme që mund të bëhen gjatë procesit të vlerësimit

5.1. Lidhja ROE – raporti i kapitalit

Duke u bazuar në teori të shumta të përmendura dhe trajtuara në literaturë vendase apo të huaj, është përmendur shpesh fakti se vlera e kthimit mbi kapitalin ROE ndryshon nga njëra njësi ekonomike në tjetrën edhe nga fakti se në to përdoret një strukturë e ndryshme e burimeve të financimit. Duke u mbështetur në këto teori të trajtuara më parë, ne kemi ngritur që në fillim të këtij punimi një nga hipotezat tona kryesore: ekziston një lidhje negative midis raportit të kapitalit dhe kthimit mbi kapitalin (ROE). Konkretisht, raporti i kapitalit i shprehur në përqindjen që zë vet kapitali në totalin e burimeve të njësisë ekonomike, ndikon negativisht në vlerën e ROE, e thënë ndryshe, sa më e madhe që të jetë pjesa e kapitalit të vet në burimet e një njësie ekonomike, aq më e vogël pritet që të jetë ROE.

Për të bërë të mundur vlerësimin e të gjithë treguesve ekonomikë dhe financiarë të një njësie ekonomike, ne jemi mbështetur në bazë të të dhënave që kemi mbledhur në 44 njësi ekonomike, për tre vite me radhë: 2010, 2011, 2012. Janë pikërisht po këto të dhëna që ne do të shfrytëzojmë për të verifikuar dhe vërtetuar dy nga hipotezat që ne i parashtruam në fillim të punimit, njëra prej të cilave është hipoteza e sipërpërmendur.

Një analizë e mirëfilltë statistikore do t'i jepte vërtetësi hipotezës që supozon varësi të ROE nga raporti i kapitalit të një njësie ekonomike. Në radhë të parë, të dhënat që ne kemi për të 44 njësitë ekonomike, duhet t'i përpunojmë në mënyrë të tillë që të arrijmë të nxjerrim dy variablat me të cilët ne do të zhvillojmë analizën tonë statistikore apo ekonometrike.

Si variabël të varur do të marrim në konsideratë “ROE”, me të 44 vlerat që ajo merr në njësitë ekonomike të mara në analizë, mënyrën e llogaritjes të së cilës e kemi përmendur në pjesën e mëparshme. Të gjitha vlerat e ROE do të shprehen në %. Analizën e treguesve statistikore të këtij raporti e kemi bërë gjithashtu në kapitullin e mëparshëm.

Si variabël të pavarur do të marrim në konsideratë “raportin e kapitalit”, që në modelin ekonometrik që ne do të ndërtojmë do të perfaqësohet nga përqindja që zë kapitali i vet në totalin e burimeve të njësisë ekonomike dhe që gjithashtu do të ketë vlera të shprehura në %.

Analizën tonë statistikore-ekonometrike do ta shtrijmë në të tre vitet për të cilat kemi arritur që të mbledhim të dhëna dhe të ndërtojmë database-n përkatës për të 44 njësitë ekonomike të studiuara. Kjo analizë do të bëhet në veçanti për secilin vit, për të arritur më vonë në një konkluzion të përgjithshëm lidhur me hipotezat e parashtruara nga ne dhe vërtetësinë e tyre.

Për të bërë hapin e parë të një analizë që do të vlerësonte lidhjen që ekziston ndërmjet dy variablave siç janë në rastin tonë ROE dhe raporti i kapitalit, fillojmë me një analizë korrelative që do të na çonte në vlerësimin e koeficientit të korrelacionit që shpreh lidhjen ndërmjet këtyre dy variablave.

Analiza e dytë do të ishte vlerësimi i një modeli regresioni të thjeshtë linear (të supozuar nga ne si të e tillë) me një variabël të pavarur, vlerësim i bazuar në të dhënat për ROE dhe raportin e kapitalit për vitin 2010, 2011, 2012. Vlerësimin e ekuacionit të regresionit të thjeshtë linear do ta bëjmë nëpërmjet metodës së katrorëve më të vegjël.

Modeli që përmendëm më sipër i paraqitur në mënyrën e tij klasike do të kishte formën:

$$\text{ROE} = \alpha + \beta * \text{raporti i kapitalit} + \varepsilon \quad (5.1)$$

Ajo që ne do të bëjmë është analiza korrelative dhe vlerësimi i tre ekuacioneve të formës së mësipërme për secilin nga vitet e marra në studim, si dhe verifikimi i hipotezës sonë nëpërmjet disa kritereve statistikore.

Duke u mbështetur në të dhënat që ne kemi mbledhur dhe më pas transformuar për të 44 njësitë ekonomike në vitet 2010, 2011, 2012 si dhe duke përdorur si program kompjuterik EXCEL me paketën e tij të analizës së të dhënave Data Analysis, arritëm të vlerësojmë korrelacionin që ekziston ndërmjet vlerës së ROE dhe raportit të kapitalit %. Siç duket edhe nga tabelat nr. 5.2, 5.4., 5.6, kjo vlerë ka rezultuar e barabartë me përkatësisht -0.38; -0.37 dhe -0.45, për secilin nga vitet e studiuar, gjë që na bën të kuptojmë se me të vërtetë ekziston një lidhje negative ndërmjet ROE dhe raportit të kapitalit të njësisë ekonomike. Është pikërisht shenja (-) që e tregon këtë fakt si dhe vetë vlerat e koeficientëve të korrelacionit për secilin nga vitet e studiuar.

Analiza e dytë do të fillojë nëpërmjet vlerësimit të modelit ekonometrik të parashtruar më sipër, ku si bazë të dhënash do të shërbejnë edhe njëherë vlerat e ROE dhe raportit të kapitalit shprehur ne % për secilin nga tre vitet e studiuar. Duke përdorur metodën e katrorëve më të vegjël të zbatuar nëpërmjet programit kompjuterik Excel, Data Analysis-regresion, kemi arritur në vlerësimin e tre ekuacioneve të paraqitur në tabelat 5.1, 5.3, 5.5. Ekuacionin e paraqitur në formën e tij klasike për secilin vit, 2010, 2011, 2012 do ta paraqesim si më poshtë:

$$\text{ROE} = 0.41 - 0.38 * \text{raporti i kapitalit}, (2010) \quad (5.2)$$

$$\text{ROE} = 0.40 - 0.33 * \text{raporti i kapitalit}, (2011) \quad (5.3)$$

$$\text{ROE} = 0.39 - 0.42 * \text{raporti i kapitalit}, (2012) \quad (5.4)$$

Nëse do të analizojmë ekuacionin e parë të vlerësuar për vitin 2010, gjë që do të shërbente njëkohësisht edhe për dy vitet e tjerë, do të kuptojmë ndikimin negativ që ka përqindja e rritur e kapitalit të vet në vlerën e ROE. Për çdo 1% rritje të kapitalit të vet në totalin e burimeve të njësisë ekonomike, ROE bie me 0.38 % (për 2010).

I njëjti interpretim mund të bëhet edhe për ekuacionet e vlerësuar në bazë të të dhënave të dy viteve të tjerë në vazhdim.

Në pamje të parë ekuacioni i vlerësuar na lë të kuptojmë që me të vërtetë ekziston një lidhje apo varësi negative e ROE nga raporti i kapitalit, por duke qenë se vlerësimi i këtij ekuacioni është bërë në bazë të të dhënave të marra nga zgjedhja dhe jo nga popullata, atëherë na del për detyrë që ne të vlerësojmë realisht a ekziston kjo varësi. Për të bërë të mundur këtë verifikim që do të vërtetonte në mënyrë statistikore dhe hipotezën që ne kemi parashtruar për këtë problem, bazohemi në rezultatet e paraqitura në tabelat ANOVA 5.1, 5.3, 5.5.

Kontrolli i rëndësisë së lidhjes që do të bënte të mundur vlerësimin e rëndësisë së lidhjes edhe për të gjithë popullatën do të mund të bëhet nëpërmjet verifikimit të vërtetësisë së hipotezës së dytë ndër dy hipotezat e poshtëshënuara:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

ku β shpreh koeficientin e popullatës pranë variablit të pavarur, që në rastin tonë është raporti i kapitalit. Për ne është shumë e rëndësishme që vlera e këtij koeficienti

të jetë e ndryshme nga zero, pasi vetëm në këtë mënyrë ndryshimi i raportit të kapitalit mund të ketë efekt në ndryshimin e vlerës së ROE.

Vlerësimi statistikor i rëndësisë së këtij koeficienti do të verifikojë njëkohësisht edhe hipotezën që ne kemi parashtruar në fillim të këtij punimi. Për të vlerësuar rëndësinë e tij dhe të ekuacionit të regresionit në përgjithësi, do të bazohemi në dy vlera, **F** dhe **t**, të dy kritereve statistikore që i përmendëm dhe më lart. Duke qenë se ekuacioni që ne kemi ndërtuar është linear me një variabël të pavarur, si kontrolli nëpërmjet kriterit statistikor **F** (Fisher), ashtu edhe **T** (shpërndarja Studenti), na nxjerrin në të njëjtin konkluzion.

Fillojmë analizën e rezultateve të paraqitura në tabelën ANOVA për secilin vit duke filluar nga viti 2010.

Duke krahasuar sinjifikancën e kriterit $F=7,145922$, e cila është e barabartë me **0,010654** vëmë re se është më e vogël se niveli i rëndësisë 0.025, gjë që na bën të vlerësojmë si të rëndësishëm të gjithë regresionin që ne sapo kemi vlerësuar. Duke qenë se ky regresion është linear i thjeshtë, pra me një variabël të pavarur, të njëjtën gjë ne mund ta vlerësojmë edhe nëpërmjet kriterit $t=-2,67319$, vlera p e të cilit është po **0,010654** dhe më e vogël se 0.025. Nga ky rezultat konkludojmë se pranojmë si të vërtetë H_1 , e cila vlerëson si të ndryshëm nga zero koeficientin pranë variablit të pavarur raporti i kapitalit. Kjo është dhe hipoteza që ne kemi supozuar në fillim, e cila e vlerëson të rëndësishëm raportin e kapitalit në vlerën e ROE.

Tabela 5.1. *Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2010.*

	Shkallët e lirisë (df)	Shuma e katrorëve(SS)	Katrori mesatar(MS)	Kriteri Fisher (F)	Rëndësia (Significance)
Regresioni (Regression)	1	0,408025	0,408025	7,145922	0,010654
Mbetja (Residual)	42	2,39816	0,057099		
Shuma (Total)	43	2,806185			
	Koeficientët (Coefficients)	Gabimi standard (Standard error)	Kriteri t (t Stat)	Vlera P (P Value)	
Ndërprerja	0,415493	0,059886	6,938095	1,78E-08	

(Intercept)				
Raporti i kapitalit	-0,38389	0,143609	-2,67319	0,010654

Tabela 5.2. Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2010.

	Raporti i kapitalit	ROE
Raporti i kapitalit	1	
ROE	- 0,38132	1

Për vitin 2011:

Duke krahasuar sinjifikancën e kriterit $F=6.880012$, e cila është e barabartë me **0.012095** vëmë re se është më e vogël se niveli i rëndësisë 0.025, gjë që na bën të vlerësojmë si të rëndësishëm të gjithë regresionin që ne sapo kemi vlerësuar. Duke qenë se ky regresion është linear i thjeshtë, pra me një variabël të pavarur, të njëjtën gjë ne mund ta vlerësojmë edhe nëpërmjet kriterit $t=-2.62298$, vlera p e të cilit është po **0.012095** dhe më e vogël se 0.025. Nga ky rezultat konkludojmë se pranojmë si të vërtetë H_1 , e cila vlerëson si të ndryshëm nga zero koeficientin pranë variablit të pavarur raporti i kapitalit, që është dhe hipoteza që ne kemi supozuar që në fillim, e cila e vlerëson të rëndësishëm raportin e kapitalit në vlerën e ROE.

Tabela 5.3. Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2011.

	Shkallët e lirisë (df)	Shuma e katrorëve(SS)	Katrori mesatar(MS)	Kriteri Fisher (F)	Rëndësia (Significance)
Regresioni (Regression)	1	0.408139	0.408139	6.880012	0.012095
Mbetja (Residual)	42	2.491544	0.059322		
Shuma (Total)	43	2.899684			
	Koeficientët (Coefficients)	Gabimi standard (Standard error)	Kriteri t (t Stat)	Vlera P (P Value)	

Ndërprerja (Intercept)	0.406834	0.060404	6.735211	3.48E-08
Raporti i kapitalit	-0.33142	0.126354	-2.62298	0.012095

Tabela 5.4. Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2011.

	Raporti i kapitalit	ROE
Raporti i kapitalit	1	
ROE	- 0,37517	1

Për vitin 2012:

Duke krahasuar sinjifikancën e kriterit $F= 11,03885$, e cila është e barabartë me **0,001856** vëmë re se është më e vogël se niveli i rëndësisë 0.025, gjë që na bën të vlerësojmë si të rëndësishëm të gjithë regresionin që ne sapo kemi vlerësuar. Duke qenë se ky regresion është linear i thjeshtë, pra me një variabël të pavarur, të njëjtën gjë ne mund ta vlerësojmë edhe nëpërmjet kriterit $t=-3,32248$, vlera p e të cilit është po **0,001856** dhe më e vogël se 0.025. Nga ky rezultat konkludojmë se pranojmë si të vertete H_1 , e cila vlerëson si të ndryshëm nga zero koeficientin pranë variablit të pavarur raporti i kapitalit. Kjo është dhe hipoteza që ne kemi supozuar që në fillim, hipotezë e cila e vlerëson të rëndësishme raportin e kapitali në vlerën e ROE.

Tabela 5.5. Analiza e variancës ANOVA për lidhjen ROE – Raporti i kapitalit, viti 2012

	Shkallët e lirisë (df)	Shuma e katrorëve(SS)	Katrori mesatar(MS)	Kriteri Fisher (F)	Rëndësia (Significance)
Regresioni (Regression)	1	0,532664	0,532664	11,03885	0,001856
Mbetja (Residual)	42	2,026651	0,048254		
Shuma (Total)	43	2,559315			
	Koeficientët (Coefficients)	Gabimi standard (Standard error)	Kriteri t (t Stat)	Vlera P (P Value)	

Ndërprerja (Intercept)	0,395495	0,057968	6,822658	2,61E-08
Raporti i kapitalit	-0,42005	0,126428	-3,32248	0,001856

Tabela 5.6. *Korrelacioni ROE – Raporti i kapitalit, viti 2012*

	Raporti i kapitalit	ROE
Raporti i kapitalit	1	
ROE	- 0,45621	1

Analiza e të dy kritereve të mësipërm për secilin nga tre vitet e vrojtuar, verifikon si të vërtetë hipotezën një, që thekson fakti se vlera e koeficientit pranë variablit të pavarur për popullatën është e ndryshme nga zero. Gjithashtu, verifikon njëkohësisht hipotezën e ngritur në fillim të këtij punimi, *raporti i kapitalit të vet është një faktor që ndikon negativisht në ROE e një njësie ekonomike.*

Është e rëndësishme të theksojmë se koeficienti i përcaktueshmërisë R^2 mund të quhet ose jo i pranueshëm në varësi të qëllimit që kemi. Në rastin tonë, kërkojmë të evidentojmë ekzistencën e lidhjes negative ROE-Raport kapitali dhe jo për parashikim, lidhje që ne e kemi vertetur në mënyrë statistikore edhe për gjithë popullatën. Nëse do të duhej të përdorej për parashikim në të ardhmen, atëherë, në mënyrë të detyrueshme në model do të duhej të futeshin edhe variabla të tjerë, duke sjellë në këtë rast edhe një vlerë më të lartë të R^2 , gjë që mund të jetë objekt i një studimi të ardhshëm.

5.2. Modeli Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek për vlerësimin e gjendjes financiare të njësive ekonomike. Lidhja mes tyre.

Siç e theksuam në kapitullin e parë, Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek, janë dy tregues kumulativë shumë të rëndësishëm, mbi bazën e të cilëve analisti është në gjendje të japë një gjykim për situatën financiare në të cilën ndodhet një njësi ekonomike, si përsa i përket riskut të falimentimit (Altman Z-Score), ashtu edhe

vështirësisë paguese (Testi i Shpejtë Kralicek). Duke analizuar këta dy tregues, shohim se ata janë të lidhur me njëri tjetrin dhe na çojnë në të njëjtin konkluzion për njësitë ekonomike të marra si kampion në këtë studim.

Për të vlerësuar lidhjen që ekziston ndërmjet këtyre dy treguesve të rëndësishëm të analizës financiare, na duhet të llogarisim koeficientin e korrelacionit që shpreh më së miri ekzistencën apo jo të kësaj lidhjeje.

Nga të dhënat që ne kemi mbledhur në studimin e bërë dhe nga llogaritjet e secilit nga testet e sipërpërmendur, shihet qartë një lidhje e dukshme ndërmjet tyre, në shumicën e rasteve japin të njëjtin përfundim në lidhje me situatën në të cilën ndodhen njësitë ekonomike të kampionit tonë.

Hipoteza që ne ngremë në këtë rast supozon faktin se të dy treguesit kanë lidhje me njëri-tjetrin, duke e përforcuar në këtë mënyrë konkluzionin e nxjerrë për situatën në të cilën njësitë ekonomike ndodhet.

Duke qenë se sa më i lartë në vlerë të jetë treguesi i Altman Z-Score, aq më e mirë është situata e një njësie ekonomike, ndërkohë që Testi i shpejtë Kralicek e vlerëson pozitive situatën për vlera sa më të vogla të tij, mund të ngremë supozimin se koeficienti i korrelacionit që shpreh fortësinë e lidhjes ndërmjet tyre, të jetë i ndryshëm nga zero.

Për të bërë të mundur verifikimin e kësaj hipoteze, ne do të mbështetemi mbi rezultatet e nxjerra për të dy treguesit për 44 njësitë ekonomike të marra në studim.

Për të gjetur dhe fortësinë dhe drejtimin e lidhjes midis dy treguesve u përdor koeficienti i korrelacionit Pearson. Koeficienti i korrelacionit Pearson (Healey, 2009) mat fortësinë dhe drejtimin e lidhjes lineare midis dy variablave, duke përshkruar drejtimin dhe shkallën në të cilën njëri variabël është i lidhur me variablin tjetër. Ky koeficient mund të marrë vlera nga -1 deri në 1. Vlera 1 e këtij koeficienti tregon se variablat lidhen në mënyrë perfekte lineare me njëri – tjetrin, pra rritja dhe ulja e njerit variabël tregon dhe rritjen dhe uljen e tjetrit. Vlera -1 e koeficientit tregon se variablat lidhen në mënyrë perfekte lineare, por në këtë rast, rritja e njerit tregon uljen e tjetrit varabël dhe anasjelltas. Vlera 0 e këtij koeficienti tregon se variablat nuk lidhen në mënyrë lineare me njëri – tjetrin. Korrelacioni Pearson llogaritet sipas formulës së mëposhtme:

$$r = \frac{\sum(x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{[\sum(x - \bar{x})^2][\sum(y - \bar{y})^2]}} \quad (5.5)$$

Duke marrë në konsideratë rezultatet e të dy treguesve për secilin vit, nëpërmjet programit Excel, u bë e mundur vlerësimi i koeficientëve të korrelacionit Pearson, të dhëna që paraqiten më poshtë:

Për vitin 2010: $r = -0.35$

Për vitin 2011: $r = -0.4$

Për vitin 2012: $r = -0.32$,

ku r , shpreh koeficientin e korrelacionit të vlerësuar nga zgjedhja që kemi bërë dhe që si fillim kënaq supozimin që kemi paraqitur në lidhje me vlerën e saj të ndryshme nga zero.

Për të vlerësuar në mënyrë statistikore rëndësinë e lidhjes së këtyre dy treguesve me njëri-tjetrin, na duhet të vlerësojmë se edhe koeficienti i korrelacionit të popullatës është i ndryshëm nga zero.

Për të bërë të mundur vlerësimin e hipotezës sonë, do të mbështetemi në testin *t-shpërndarja studenti*, të paraqitur më poshtë.

Hipotezat, mund të paraqiten në formën statistikore të mëposhtme:

H₀: $\rho=0$

H₁: $\rho \neq 0$

Ku ρ shpreh koeficientin e korrelacionit të popullatës për lidhjen e sipërpërmendur. Verifikimin e hipotezave të mësipërme do ta bëjmë për secilin vit të marrë në studim.

Duke përdorur testin studenti $t = r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}$, ku n është numri i njësive ekonomike që ne kemi marrë në studim, na rezulton se:

$$\text{Për vitin 2010 vlera e këtij testi studenti është: } t = -0.35 \sqrt{\frac{44-2}{1-0.35^2}} = -2.41 \quad (5.6)$$

Për vitin 2011 vlera e këtij testi student t është: $t = -0.40 \sqrt{\frac{44-2}{1-0.40^2}} = -2.83$ (5.7)

Për vitin 2012 vlera e këtij testi student t është: $t = -0.32 \sqrt{\frac{44-2}{1-0.32^2}} = -2.18$ (5.8)

Nga tabela e shpërndarjes student t, vlera kritike e kriterit $t = \pm 2.021$, me 42 shkallë lirie dhe 0.025 probabilitet. Duke krahasuar vlerat e vlerësuara për secilin vit me këtë vlerë kritike të kriterit, **vlerësojmë se H1 vërtetohet në të tre rastet**, duke na dhënë kështu të drejtë në supozimin që kishim ngritur për lidhjen ndërmjet dy treguesve Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek.

Vërtetimi i kësaj hipoteze është mjaft i rëndësishëm për analizën që i bëjmë në këtyre treguesve dhe rezultatve që ne nxjerrim prej tyre në lidhje me gjendjen financiare të njësive ekonomike, duke kuptuar kështu që ata përforcojnë njëri-tjetrin në konkluzionet e nxjerra.

Krahas vlerësimit të situatës në të cilën ndodhet një njesi ekonomike, për analistët dhe gjithë kategoritë e të interesuarve që kemi përmendur në kapitullin e parë, problem mjaft i rëndësishëm është zgjedhja e metodës së duhur të vlerësimit. Përpara tyre shtrihen pyetjet: çfarë metode duhet të zgjedhim për përcaktimin e vlerës së një njësie ekonomike, a çojnë të gjitha metodat e vlerësimit në të njëjtin rezultat? Etj.

5.3. Ngritja e një hipoteze për zgjedhjen e metodës së vlerësimit në Shqipëri.

Në këtë pjesë të punimit do të analizojmë dy hipoteza të rëndësishme, të cilat kanë lidhje me zgjedhjen e metodës së vlerësimit të një njësie ekonomike në Shqipëri:

H3: Nuk preferohen njësorj dy metoda të ndryshme vlerësimi nga ana e drejtuesve të një njësie ekonomike.

H4: Metoda më e preferuar më shumë në Shqipëri, për vlerësimin e një njësie ekonomike është metoda që bazohet në vlerën kontabël.

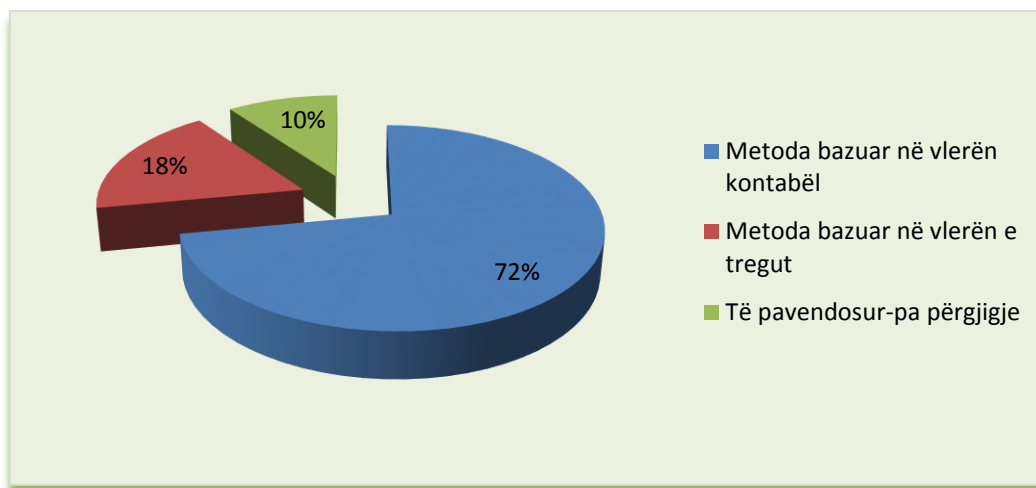
Duke mos dashur të hedhim poshtë faktin se metoda e skontimit të fluksit të mjeteve monetare konsiderohet si metoda më e mirë për vlerësimin e njësive ekonomike, theksojmë se në Shqipëri përdorimi i saj është disi i vështirë për disa

arsye. Duke qënë se në Shqipëri nuk ka një treg të listuar kapitali, në mënyrë që të jenë lehtësisht të evidentueshme të gjitha të dhënat që nevojiten për zbatimin e kësaj metode, është e vështirë që përdorimi i saj të japë një rezultat të saktë në vlerësimin e një njësie ekonomike. Kështu, si pasojë e mungesës së të dhënave nuk mund të llogarisim me saktësi një normë rritjeje. Gjithashtu e vështirë është edhe llogaritja e primit të riskut dhe treguesve të tjerë të rëndësishëm që përdoren nga kjo metodë. Në këto kushte, në Shqipëri është pothuajse e pamundur përdorimi, tani për tani, i metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare.

Për nevojat e këtij punimi, lidhur me metodat e përdorura nga njësi të ndryshme ekonomike për vlerësimin e tyre, u realizua një intervistë, në të cilin njëra nga pyetjet kishte të bënte pikërisht me faktin se cila është metoda më përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike, duke evidentuar tre përqasjet bazë: përqasjet që bazohen në vlerën kontabël, përqasjet që bazohen te tregu dhe përqasjet që bazohen në të ardhura. Siç u pa edhe nga përgjigjet, përqasja që bazohet në vlerën kontabël është ajo më e përdorshme në rastin e njësive ekonomike shqiptare.

Intervista është realizuar me 100 njësi ekonomike, të mesme e të vogla, prodhuese e tregëtare, që ushtrojnë aktivitetin e tyre në rrethet Gjirokastrë, Sarandë, Tepelenë, Përmet, Vlorë Berat, Fier, ku secila prej tyre ka deklaruar metodën që përdor për të bërë këtë vlerësim, ose cilën prej metodave preferon të përdorë në rast se do të bëjë vlerësim.

Nga 100 njësitë ekonomike të intervistuar, 72 kanë preferuar metodën që bazohet në vlerën kontabël për vlerësimin e pasurisë, 18 kanë preferuar metodën që mbështetet në vlerën e tregut, ndërsa 10 njësi ekonomike ose kanë qënë të pavendosura në përgjigjen e tyre ose nuk kanë dhënë përgjigje, ndërkohë që asnjë nga njësitë ekonomike të intervistuar nuk ka preferuar metodën DCF.



Grafiku 5.1 Rezultati i intervistës lidhur me metodat e vlerësimit të përdorura nga njësitë ekonomike shqiptare

Për të bërë një vlerësim të preferencave në tërësi që shfaqin drejtuesit e njësive ekonomike shqiptare, si dhe duke patur parasysh që punimi ynë është mbështetur mbi të dhëna kampionare, do ta vazhdojmë më tej analizën tonë me metoda statistikore që do të na nxirrin në një përfundim sa më të saktë dhe domethënës.

Nga 100 njësitë ekonomike të marra në pyetje, do të përjashtojmë 10 prej tyre (ato të cilat ishin të paqarta në përgjigjet e tyre), kështu kampioni ynë në këtë rast do të përbëhet vetëm nga 90 njësi ekonomike.

Për të vlerësuar nëse dy metodat preferohen apo jo njësoj nga njësitë ekonomike shqiptare, përdorim Metodën Joparametrike të Kriterit të Shenjave për rastin e zgjedhjes së madhe. Nëse do të kishim preferencë të njëjtë për të dyja metodat ajo që do të pritej të ndodhte nga përgjigjet e dhëna, do të ishte një barazi në numrin e atyre që kanë preferuar metodën e bazuar në vlerën kontabël, kundrejt metodës së bazuar në vlerën e tregut. Rezultati i pritshëm në këtë rast do të ishte 45 njësi ekonomike preferojnë njëri metodë dhe 45 të tjerat metodën tjetër.

Nga sa shohim nga rezultatet konkrete që ne marrim nga intervistimi, 72 njësi ekonomike kanë preferuar metodën që bazohet në vlerën kontabël dhe 18 të tjera metodën që bazohet në vlerën e tregut.

Nëse do të shënonim me “plus” (+) numrin e preferencave për metodën e vlerësimit bazuar në vlerën kontabël, numri i + do të ishte 72.

Duke e konsideruar si normale shpërndarjen e numrit të +, (për faktin se numri i njësive ekonomike që ne kemi zgjedhur është më i madh se 30), do të mund të

vlerësonim kështu mesataren e popullatës për këtë variabël si dhe devijimin standard përkatës.

$$\mu = 0.50 * n \quad (4.5)$$

$$\mu = 0.50 * 90 = 45$$

$$\sigma = \sqrt{0.25 * n} \quad (4.6)$$

$$\sigma = 4.74$$

Hipotezat që ne ngremë për të gjithë popullatën do të kishin formën:

H₀: të dyja metodat preferohen njësoj, $\mu=45$

H₁: të dyja metodat nuk preferohen njësoj, $\mu \neq 45$

Për të verifikuar se cila prej dy hipotezave është e vërtetë, përdorim kriterin z të shpërndarjes normale standarde, vlerën faktike të të cilit do ta krahasojmë me atë kritike, me nivel rëndësie $\alpha=0.05$.

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma} \quad (4.7)$$

$$Z = \frac{72 - 45}{4.74} = 5.69$$

Nga tabelat statistikore gjejmë se vlera kritike e kriterit z është: $z = \pm 1.96$, me $\alpha=0.05$. Meqënëse z e vlerësuar rezulton 5.69, pra më e madhe se vlera kritike 1.96, kemi të drejtë të hedhim poshtë hipotezën zero dhe të pranojmë në këtë mënyrë hipotezën 1, e cila thekson edhe njëherë faktin se njësitë ekonomike në vendin tonë nuk kanë të njëjtën preferencë ndaj dy metodave të vlerësimit të pasurisë së tyre. Duke qenë se vlera e vlerësuar nga zgjedhja (72) është shumë më e madhe nga mesatarja e pritshme e popullatës (45), na lë të kuptojmë dhe të vlerësojmë njëkohësisht faktin se njësitë ekonomike, më së shumti, preferojnë metodën e vlerësimit të bazuar në vlerën kontabël, kundrejt metodës bazuar te vlera e tregut.

Gjithësesi, theksojmë edhe një herë se në Shqipëri, përzgjedhja e metodës së vlerësimit nga njësitë ekonomike është e lidhur dhe e kushtëzuar nga mungesa e informacionit dhe mungesa e një tregu financiar të mirëorganizuar.

5.4. Avantazhet dhe disavantazhet e çdo kategorie vlerësimi.

Çdo kategori metodash vlerësimi ka avantazhet dhe disavantazhet e veta. Nisur nga këto do të jemi në gjendje të përcaktojmë se cila është kategoria më e mirë e metodave të vlerësimit në përgjithësi dhe për njësitë ekonomike shqiptare në veçanti.

a. Përqasja bazuar në vlerën e njësisë ekonomike

Avantazhet

- ✓ Mbështetet plotësisht në bilancin e njësisë ekonomike dhe në këtë mënyrë është më e kuptueshme nga të interesuarit.
- ✓ Nuk kërkon ngritjen e shumë supozimeve dhe hipotezave.
- ✓ Rezultati nxirret relativisht shpejt.
- ✓ Nuk kërkohet ofrimi i shumë informacioneve studjuesit. Shumica e informacioneve është e disponueshme nga bilanci ose nga raportet e auditëve.

Disavantazhet

- Nuk mund të pasqyrojë dinamikën e njësisë ekonomike. Nuk mund të përfshijë disa karakteristike të caktuara, mundësi, kërcënime, pika të forta dhe të dobta të njësisë ekonomike. Duke qenë se mbështetet në të dhënat e bilancit, është një përjasje statike vlerësimi.
- Nuk merr në konsideratë aspektet e rëndësishme të procesit të krijimit të vlerës.
- Mbështetet vetëm në një gjendje financiare.
- Bilanci i një njësie ekonomike mund të jetë objekt i një sere tjetërsimesh për shkak të tatimeve e taksave apo të parimeve dhe politikave të veçanta që ndjek njësia ekonomike.
- Nuk përfshin në vlerësim elementë kontabël që ndikojnë ndjeshëm në vlerën e njësisë ekonomike etj.

b. Përqasja bazuar në treg

Avantazhet

- ✓ Vlerësimi është i përditshëm dhe i thjeshtë.
- ✓ Vlerësimi përfshin si të dhëna ekonomike ashtu edhe karakteristika cilësore të njësisë ekonomike (për shembull, drejtimin).
- ✓ Në vlerësim merr pjesë një pjesë e madhe e palëve të interesuara, pa përjashtime.
- ✓ Procedura është e thjeshtë dhe e kuptueshme, pothuajse nga të gjithë.
- ✓ Është i mundur krahasimi midis njësive ekonomike që funksionojnë në degë të ndryshme, kanë sisteme kontabël të ndryshëm dhe kushte të ndryshme.
- ✓ Përfshin, në një masë të madhe, pritshmëritë e investitorëve dhe palëve të tjera të interesuara.

Disavantazhet

- Pjesëmarrësit në procesin e vlerësimit, nuk mund të dinë me saktësi të dhënat në bazë të të cilave do të marrin një vendim racional.
- Ka mundësi të ketë shtrembërime në treg, të cilat mund të fryjnë ose të minimizojnë çmimin e aksionit.
- Është mjaft e thjeshtë për këdo të llogarisë raportet dhe të bëjë llogaritjen e vlerës, por pa pasur një ikonë të përgjithshme dhe pa metodologjinë e duhur, do të konkludojë në rezultate fiktive.
- Nuk bëhet asnjë lidhje me madhësinë e kapitalit të investuar dhe as nuk merren parasysh projektet investuese dhe investimet aktuale të njësisë ekonomike.
- Nuk merret parasysh luhatja e fitimit dhe përfitueshmërisë së njësisë ekonomike.
- Nuk merret parasysh risku që vjen nga detyrimet e njësisë ekonomike (risku i falimentimit, likuidimi i aktiveve etj.).
- Vlerësimi, nëse dy njësi ekonomike nuk janë të ngjashme, nuk është i saktë.
- Nuk përfshin riskun investues dhe risqet e tjera në analizën dhe përpunimin e të dhenave.

c. Përqsja bazuar në fitim**Avantazhet**

- ✓ Në thelb të kësaj përqsjeje gjendet burimi i krijimit të mjeteve monetare.
- ✓ Është i mundshëm projektimi i flukseve të mjeteve monetare të ardhshme.
- ✓ Nëse përdoret paralelisht me analizën e raporteve dhe analizën financiare bazë, mund të japë një rezultat mjaft të besueshëm.
- ✓ Kombinon në mënyrë harmonike dy nga gjendjet bazë kontabël, bilanci dhe pasqyra e të ardhurave.
- ✓ Evidenton dinamikën e biznesit.
- ✓ Evidenton pritshmëritë e palëve të interesuara, në lidhje me ecurinë e njësisë ekonomike në të ardhmen.

Disavantazhet

- Koha që kërkohet për përpunim është mjaft e gjatë.
- Kërkohet njohja e elementeve financiare.
- Kërkohet një informacion i bollshëm.
- Përqsja është relativisht e ndërlikuar dhe kërkon një shkallë të gjerë parapërgatitjesh.
- Në vendet, në të cilat nuk ekziston një treg i organizuar kapitali, është mjaft e vështirë sigurimi i informacionit të nevojshëm për zbatimin e kësaj përqsjeje.

5.5. Disa gabime të rëndësishme që mund të bëhen gjatë procesit të vlerësimit

Nga analiza e mësipërme që iu bë procesit të vlerësimit të njësisë ekonomike me metoda të ndryshme, mund të arrihet në përfundimin se vlefshmëria dhe besueshmëria e vlerës së llogaritur të një njësie ekonomike, varet në një masë të konsiderueshme si nga kuptimi i karakteristikave të saj të veçanta, ashtu edhe nga identifikimi i saktë dhe zbatimi i faktorëve kryesorë të çdo modeli dhe metode vlerësimi.

Kështu, sipas Fernandez¹⁴, gabimet gjatë procesit të vlerësimit zakonisht përfshijnë:

- *Në llogaritjen e normës së skontimit, në lidhje me riskun e njësisë ekonomike.*

Në këtë kategori përfshihen:

- Zgjedhja e gabuar e normës së kthimit pa risk (risk free rate)
- Zgjedhja e gabuar e koeficientit beta (përdorimi i koeficientit beta të kaluar të degës, të koeficientit beta të njësive ekonomike të ngjashme, ose në rastin e blerjes, koeficientin beta të njësive ekonomike blerëse për përcaktimin e vlerës së njësive ekonomike të synuar për t'u blerë.)
- Zgjedhja e gabuar e sasisë së shtesës së riskut të tregut (market risk premium).
- Gabimet gjatë llogaritjes së kostos mesatare të ponderuar të kapitalit (WACC). Kjo mund t'i detyrohet përcaktimit të gabuar të WACC, në faktin që raporti i borxhit ndaj kapitalit që u përdor për përcaktimin e WACC është i ndryshëm në raport me atë që konkludoi vlerësimi. Gjithashtu edhe për faktin se norma e skontimit e zgjedhur është më e vogël se ajo pa risk, në përdorimin e vlerës kontabël të kapitaleve të veta dhe të huajtura në bilanc etj.
- Në shqyrtimin dhe trajtimin e gabuar të riskut të një vendi, veçanërisht në rastin e tregjeve në zhvillim.

- *Në llogaritjen dhe parashikimin e flukseve të pritshme të mjeteve monetare.*

Gabimet në llogaritje në këtë rast janë si më poshtë:

- Gjatë llogaritjes së flukseve të mjeteve monetare të mos merren parasysh kërkesat në rritje të kapitalit punues.
- Rritja e disponibiliteteve të njësive ekonomike ose të investimeve financiare të konsiderohet si fluks mjeteve monetare i kapitalit ose i pozicionit neto.
- Llogaritje e gabuar e taksave që ndikojnë në flukset e lira të mjeteve monetare.
- Flukset e pritshme të mjeteve monetare të gjendjes neto të ndryshojnë nga shuma e dividendëve të pritshëm plus pagesat e tjera për aksionerët.

¹⁴ Fernandez P., 2003 , “75 Common and Uncommon Errors in Company Valuation”, Working paper no.411600, IESE Business School.

- E ardhura neto ose shuma e të ardhurës neto me amortizimin të konsiderohet si fluks mjeteve monetare.
- Përballim i gabuar i nevojave për kapital punues të aksionerëve (që janë të ardhura monetare) dhe kapitaleve të huajtura në rastin e njësive ekonomike që paraqesin një sezonalitet të dukshëm.
- Parashikime optimiste të tepruara lidhur me flukset e mjeteve monetare.
- Parashikim i gabuar i të dhënave të bilancit (për shembull të mos merren parasysh llogari që kanë ndikim direkt në flukset e mjeteve monetare, rivlerësimi i një elementi pasuror të shihet si një fluks mjeteve monetare, etj.)
- *Në llogaritjen e vlerës së mbetur.* Tashmë llogaritjet e gabuara në këtë rast janë rezultat i përdorimit të flukseve të mjeteve monetare që karakterizohen nga ndërprerja për përcaktimin e vlerës së mbetur, në përdorimin e mesatares aritmetike në vend të asaj gjeometrike kur llogaritet ritmi i rritjes , si dhe në përdorimin e WACC të gabuar për skontimin e flukseve të mjeteve monetare përgjithmonë.
 - *Në aplikimin e koeficientëve.* Disa nga gabimet më të zakonshme që bëjnë pjesë në këtë kategori janë:
 - Përdorimi i koeficientëve mesatarë që vijnë nga transaksione afatgjata.
 - Përdorimi i koeficientëve mesatarë të cilët paraqesin një shpërndarje të gjerë midis njësive ekonomike.
 - Përdorimi i një koeficienti të bëhet në mënyrë të tillë që dokumentimi i tij të jetë i pamundur.
 - Koeficienti i zgjedhur të jetë rezultat i një transaksioni të shkëlqyer e të veçantë.
 - *Në gabimet gjatë vlerësimit,* për shembull:
 - Pikëpamjet e gabuara lidhur me strukturën optimale të kapitalit.
 - Mangësi në llogaritjen e flukseve të mjeteve monetare që rrjedhin nga investime të ardhme.
 - Të konsiderohet arbitrare që vlera e kapitaleve të huajtura barazohet me vlerën e tyre kontabël , pa u bërë përshtatjet e duhura.
 - Të përjashtohet nga llogaritjet elementet pasurore jo funksionale.
 - Të merret nga llogaritjet e normës së skontimit të nivelit të pritshëm të inflacionit.
 - Çështjet lidhur me shitjet e ardhshme, marzhin e fitimit etj. të jenë në

kundërshtim me mjedisin ekonomik, tendencën e degës ku operon njësia ekonomike e analizuar dhe konkurrencën.

- Supozimi i gabuar se kthimi i pritur për aksionerët barazohet me kthimin mbi kapitalin (ROE).
- Zbatimi i normave të ndryshme të skontimit në flukset e mjeteve monetare të viteve të ndryshme ose në përbërësit e ndryshëm të flukseve të lira të mjeteve monetare.
- Përdorimi i performancave të kaluara të tregut si një përafrim i kthimit të pritur mbi kapitalin.

- *Në interpretimin e koncepteve bazë të vlerësimit.* Këtu gabimet më të shpeshta bëhen në lidhje me konfuzionin midis termave “vlerë” dhe “çmim”, në perceptimin që një njesi ekonomike ka të njëjtën vlerë për të gjithë blerësit e interesuar, për mosdiskriminimin midis vlerës strategjike për një investitor dhe vlerës së drejtë të tregut, si dhe në anashkalimin e faktit se vlerësimi është direkt i varur nga një shumë pritshmërisht dhe parashikimesh lidhur me flukset e mjeteve monetare dhe riskun lidhur me to.

Kapitulli 6

REZULTATET EMPIRIKE TË PUNIMIT DHE KONKLUSIONE TË PËRGJITHSHME LIDHUR ME TO

- **Konkluzione lidhur me gjetjet e punimit.**
- **Rezultatet e vlerësimit të lidhjes ROE- Raporti i kapitalit.**
- **Rezultatet e vlerësimit të gjendjes financiare nëpërmjet Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek.**
- **Rezultatet e gjetjes së metodës më të përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike në Shqipëri.**
- **Kontributet kryesore të këtij punimi.**
- **Rekomandime.**

6.1 Konkluzione lidhur me gjetjet e punimit.

6.1.1. Rezultatet e vlerësimit të lidhjes ROE- Raporti i kapitalit

Hipoteza e parë që ne ngritëm në fillim të këtij punimi ishte: *ekziston një lidhje e rëndësishme midis raportit të kapitalit dhe kthimit mbi kapitalin (ROE)*. Duke përdorur si program kompjuterik EXCEL me paketën e tij të analizës së të dhënave Data Analysis, arritëm të vlerësojmë korrelacionin që ekziston ndërmjet vlerës së ROE dhe raportit të kapitalit. Analiza u vazhdua me vlerësimin e një modeli regresioni të thjeshtë linear me një variabël të pavarur. Modeli që përmendëm kishte formën:

$$ROE = \alpha + \beta * \text{raporti i kapitalit} + \varepsilon$$

Në pamje të parë ekuacioni i vlerësuar lë të kuptohet që me të vërtetë ekziston një lidhje apo varësi negative e ROE nga raporti i kapitalit, por duke qenë se vlerësimi i këtij ekuacioni është bërë në bazë të të dhënave të marra nga zgjedhja dhe jo nga popullata, atëherë vlerësuam realisht ekzistencën e kësaj varësie. Mbështetur në tabelën ANOVA, bëmë kontrollin e vërtetësisë së lidhjes jo vetëm për zgjedhjen, por për gjithë popullatën. Për të vlerësuar rëndësinë e tij dhe të ekuacionit të regresionit në përgjithësi, u bazuam në dy vlera, **F** dhe **t**, të dy kritereve statistikore, Fisher dhe Studenti. Duke qenë se ekuacioni i ndërtuar është linear me një variabël të pavarur, si kontrolli nëpërmjet kriterit statistikor **F** (Fisher), ashtu edhe **T** (shpërndarja Studenti), na çuan në të njëjtin konkluzion.

Në mbyllje të kësaj analize pranuar si të vërtetë H_1 , që vlerëson si të ndryshëm nga zero koeficientin pranë variablit të pavarur raporti i kapitalit, fakt ky që paraqet dhe hipotezën që ne kemi supozuar në fillim, e cila e vlerëson të rëndësishëm raportin e kapitalit në vlerën e ROE. Analiza u bë për të tre vitet e marra në studim, duke arritur për të tre në të njëjtin konkluzion lidhur me rëndësinë e lidhjes ROE- Raporti i kapitalit.

Në këtë punim, gjithashtu, paraqiten rezultatet e zbatimit të një realizimi më të thelluar të analizës Du Pont në një numër të caktuar njësisish ekonomike, në periudhën 2010-2012 duke pasur si qëllim vlerësimin e performancës financiare të tyre. Nga

analiza Du Pont, e zbatuar në rastin e njësive ekonomike të marra në analizën tonë, tregohet rëndësia e efektivitetit të koston, raportit kosto e shitjeve me shitjet, shpejtësia e qarkullimit të aktiveve si dhe raporti aktive me kapitalet e veta, në konfigurimin e ROE.

Mbështetur në këto rezultate është e rëndësishme të theksojmë se në vlerën e ROE, përveç faktorëve të analizuar nëpërmjet analizës Du Pont, u shqyrtua edhe ndikimi i raportit të kapitalit, të shprehur nga raporti i kapitalit të vet me totalin e burimeve të një njësie ekonomike. Sa më e madhe të jetë vlera e kapitalit të vet në totalin e burimeve të një njësie ekonomike, aq më e vogël do të jetë ROE e saj.

6.1.2. Rezultatet e vlerësimit të gjendjes financiare nëpërmjet Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek.

Njësitë ekonomike vazhdimisht kërkojnë rrugë dhe mënyra për të mbetur konkurruese në treg, megjithatë, risku i dështimit në përmbushjen e kërkesave në rritje të aktivitetit ekonomik bashkëkohor, është i pranishëm dhe me kërcënues se më parë. Dështimi i një njësie ekonomike shfaqet në formën e falimentimit . Në dekadat e fundit fenomeni i falimentimit të njësive ekonomike, pra, pamundësisë për të përmbushur detyrimet, ka preokupuar gjithë botën akademike. Falimentimi i një njësie ekonomike është një gjendje shumë dimensionale, me reagime zinxhir për ekonominë dhe shoqërinë në përgjithësi. Në një kohë kur problemet e likuiditetit përfshijnë që nga institucionet financiare dhe njësitë ekonomike e deri te konsumatori i thjeshtë, risku i kreditimit është kërcënimi kryesor për ekonominë botërore. Nëpërmjet përdorimit me sukses të Modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek, në këtë punim është dhënë një ide e qartë për pozitën financiare të njësive ekonomike të marra si kampion, shkallën e riskut dhe paaftësisë paguese që prek secilën prej tyre , duke bërë një pozicionim të saktë të tyre në treg.

Hipoteza jonë e dytë lidhet me dy tregues kumulativë shumë të rëndësishëm në vlerësimin e gjendjes së një njësie ekonomike: të modelit Altman Z-Score dhe të Testit të Shpejtë Kralicek. Nisur nga konkluzionet që na jep çdo tregues ngritëm hipotezën *se të dy treguesit kanë lidhje me njëri-tjetrin, duke e përforcuar në këtë mënyrë konkluzionin e nxjerrë për situatën në të cilën njësia ekonomike ndodhet*. Duke

marrë në analizë kampionin tonë të përbërë nga 44 njësi ekonomike, nëpërmjet përdorimit të njëkohshëm të modelit Altman Z-Score dhe Testit të shpejtë Kralicek, arritëm në një konkluzion të rëndësishëm: të dy këto tregues japin të njëjtin gjykim për pozitën financiare në të cilën ndodhet një njësi ekonomike, duke e klasifikuar atë në klasa me përmasa të ndryshme të rrezikut.

Duke marrë në konsideratë rezultatet e të dy treguesve për secilin vit, nëpërmjet programit Excel, u bë e mundur vlerësimi i koeficientëve të korrelacionit Pearson. Vlera e koeficientëve të korrelacionit, përkatësisht, $r = -0.35$, $r = -0.4$ dhe $r = -0.32$ tregoi pikërisht rëndësinë e lidhjes midis këtyre dy treguesve. Duke përdorur testin student, $t = r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}$, për të tre vitet dhe duke i krahasuar ato me vlerat kritike nga tabela e shpërndarjes student, vlera kritike e kriterit $t = \pm 2.021$, me 42 shkallë lirie dhe 0.025 probabilitet, vlerësuam se H_1 vërtetohej në të tre rastet, duke i dhënë kështu të drejtë supozimit që kishim ngritur për lidhjen ndërmjet dy treguesve, Altman Z-Score dhe Testi i Shpejtë Kralicek. Të dy këta tregues, siç u pa, si nga analiza e secilit më vete, ashtu edhe nga analiza e lidhjes mes tyre, na çonin në të njëjtin përfundim për situatën në të cilën gjendeshin njësitë ekonomike të kampionit tonë. Në këtë mënyrë, theksojmë edhe njëherë rëndësinë e përdorimit të këtyre dy treguesve kumulativë për vlerësimin e situatës financiare në të cilën mund të ndodhen njësitë ekonomike, duke parashikuar në kohë vështirësitë e ndryshme me të cilat mund të përballen ato në të ardhmen.

Një përditësimin i ardhshëm i modelit Altman Z-Score, do të mund të arrihej me futjen e më shumë njësive ekonomike, të falimentuara ose jo. Kjo mund të rrisë rëndësinë statistikore të më shumë treguesve, duke theksuar diversitetin e vlerave mesatare të tyre. Në këtë mënyrë, ne supozojmë se do të përfshihen më shumë raporte financiare në model, të cilat do të rrisin aftësinë për të parashikuar falimentimin.

Është e rëndësishme të theksojmë se ngritja dhe testimi i dy hipotezave të para lidhet me vlerësimin e një njësie ekonomike nga pikëpamja e performancës së saj. Modelet e analizuara me kujdes në kapitujt IV dhe V nxjerrin në pah pikërisht vlerësimin e performancës së njësive ekonomike të kampionit tonë. Të dhënat e këtij kampioni janë të dhëna të plota të marra nga pasqyrat financiare të 44 njësive ekonomike, të mesme e të vogla, objekt i këtij studimi.

6.1.3. Rezultatet e gjetjes së metodës më të përshtatshme për vlerësimin e njësive ekonomike në Shqipëri

Hipoteza e tretë dhe e katërt e këtij punimi janë ngritur për të vërtetuar se jo të gjitha metodat e vlerësimit preferohen njësoj dhe cila është metoda më e përdorshme sot në Shqipëri nga ana e njësive ekonomike për vlerësimin e tyre. Për vërtetimin e këtyre hipoteze realizuam një intervistë me drejtuesit ekonomikë të rreth 100 njësive ekonomike. Në pyetjen e bërë lidhur me zgjedhjen e një metode vlerësimi të cilën ata e konsideronin si më të thjeshtë dhe më të përshtatshme për njësitet e tyre ekonomike, shumica e tyre, rreth 80%, preferonin metodën e vlerësimit bazuar në vlerën kontabël. Për të vlerësuar nëse dy metodat preferohen apo jo njësoj nga njësitet ekonomike shqiptare, përdorëm Metodën Joparametrike të Kriterit të Shenjave për rastin e zgjedhjes së madhe. Hipotezat që ngritëm për të gjithë popullatën kishin formën:

H_0 : të dyja metodat preferohen njësoj, $\mu=45$

H_1 : të dyja metodat nuk preferohen njësoj, $\mu \neq 45$

Për të verifikuar se cila prej dy hipotezave është e vërtetë, përdorëm kriterin z të shpërndarjes normale standarde, vlerën faktike të të cilit e krahasuam me vlerën kritike, me nivel rëndësie $\alpha=0.05$. Kriteri Z jepej me formulën:

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

Meqënëse z e vlerësuar me këtë formulë, rezultoi 5.69, pra më e madhe se vlera kritike 1.96, pranuar në këtë mënyrë hipotezën H_1 , e cila thekson edhe njëherë faktin se njësitet ekonomike në vendin tonë nuk kanë të njëjtën preferencë ndaj dy metodave të vlerësimit të pasurisë së tyre. Duke qenë se vlera e nxjerrë nga zgjedhja (72) është shumë më e madhe nga mesatarja e pritshme e popullatës (45), konkluduar në faktin se njësitet ekonomike, më së shumti, preferojnë metodën e vlerësimit të bazuar në vlerën kontabël, kundrejt metodës bazuar te vlera e tregut.

Në këtë përfundim arritëm duke marrë parasysh intervistën e bërë për nevojat e këtij studimi. Fakti që pjesa dërmuese e njësive ekonomike të intervistuar nuk kishin pothuajse fare dijeni për metodën e skontimit të fluksit të mjeteve monetare, nuk hedh poshtë rëndësinë e kësaj metode, e cila konsiderohet si më e përdorshme sot në

botë. Gjithësesi në kushtet në të cilat ndodhet sot Shqipëria, metoda bazuar në vlerën kontabël është më e preferueshmja.

Ajo që kuptohet qartë është se metodat që përmbajnë elementë kontabël të njësisë ekonomike, si për shembull, kapitalet e veta, sigurojnë për çdo studjues rezultate më të sakta dhe më të besueshme. Do të ishte e këshillueshme që fitimet e një njësie ekonomike të mënjanoreshin, pasi shpesh në llogaritjen e fitimit bëhen manipulime. Për këtë arsye, në njësitë ekonomike shqiptare të kampionit të intervistuar, metoda më e përdorshme e vlerësimit ishte metoda e bazuar në vlerën kontabël.

Por duke iu referuar edhe Damodaran, njërit prej autorëve që ka shkruar aq shumë për procesin e vlerësimit, problemi në vlerësimin e një njësie ekonomike nuk është fakti se nuk ka një numër të konsiderueshëm metodash vlerësimi, por fakti që ekzistojnë shumë të tilla. Zgjedhja e metodës së duhur është aq e rëndësishme, në mënyrë që të konkludohet në një vlerë logjike, po aq sa kuptimi i mënyrës së zbatimit të saj. Është e qartë se në ditët e sotme, vlerësuesi kryesor i vlerës së një njësie ekonomike është tregu, megjithatë, është e nevojshme ekzistenca e një informacioni të bollshëm lidhur me vlerën e përafërt të njësisë ekonomike që do të vlerësohet, gjë që sigurohet nëpërmjet procesit të vlerësimit.

Krahas konkluzioneve konkrete të nxjerra më sipër, nga hipotezat e vërtetuara, nga ky punim dalin edhe disa konkluzione të përgjithshme, të cilat konsistojnë në drejtimet e mëposhtme:

- ✓ Është e rëndësishme që gjatë vlerësimit, veç vlerës pasurore të njësisë së vlerësuar të merret në konsideratë dhe niveli i përfitueshmërisë së saj, pasi presupozohet që njësia ekonomike nuk është vetëm ajo çka tregojnë elementët e bilancit, por ajo konsiderohet si një krijuese fluksesh mjetesh monetare të ardhshme.
- ✓ Pavarësisht nga fusha në të cilën operon një njësi ekonomike, pavarësisht vlerës së aktiveve të saj, emrit dhe fuqisë së saj në treg, ekziston një faktor që luan një rol të rëndësishëm në përcaktimin e vlerës përfundimtare të njësisë ekonomike, risku. Sa më i vogël të jetë ky risk për njësinë ekonomike dhe duke supozuar që gjithë faktorët e tjerë ngelen të pandryshuar, kaq më e lartë do të jetë vlera e përcaktuar.

- ✓ Procedura e vlerësimit në vetvete është subjektive dhe çdo njëanshmëri apo paragjykim i analistit, tek e fundit, do të shpehet në vlerën përfundimtare që do të dalë nga përdorimi i një metode të caktuar vlerësimi. Në mënyrë që vlera e llogaritur, të jetë sa më pranë vlerës reale të njësisë ekonomike, analisti duhet të tregojë kujdes ndaj supozimeve dhe të dhënave që përdor për çdo metodë dhe të bëjë ndryshimet e mundshme, nëse ato konsiderohen se duhen bërë.
- ✓ Nga të tre kategoritë e vlerësimit, përfaqja bazuar në vlerë konsiderohet si më e rëndësishmja, krasuar me dy kategoritë e tjera: përfaqja bazuar në vlerën kontabël dhe ajo bazuar te tregu. Siç theksuam në këtë punim, metodat e vlerësimit mund të kategorizohen. Ky është një element shumë i rëndësishëm, sepse nga njëra anë, ndihmon analistin të dallojë dobësi apo pamjaftueshmëri të metodave të ndryshme. Nga ana tjetër, i jepet mundësia e zgjedhjes së asaj metode që i përshtatet më mirë karakteristikave të njësisë ekonomike që vlerësohet.
- ✓ Vlera që marrim nga çdo metodë e përdorur për njësinë ekonomike të vlerësuar është e ndryshme. Zgjedhja e metodës së duhur të vlerësimit do të varet nga gjykimi i vlerësuesit si dhe nga karakteristikat e çdo njësisë ekonomike ashtu dhe të tregut. Çdo metodë vlerësimi kërkon supozime që duhet të bëhen nga çdo vlerësues. Po ashtu, rezultatet mund të ndryshojnë nga njëri analist në tjetrin, nga njëri vlerësues në tjetrin, për faktin që mbështeten në gjykimin e tyre. Disa nga këto metoda janë të ndërlikuara e disa më të thjeshta. Çdo njësi ekonomike përdor metodën që sipas saj konsiderohet më e sakta. Gjithësesi, nuk duhet të harrohet fakti që ka edhe disa variacione të metodave bazë të vlerësimit, si rezultat i të cilave mund të ndryshojnë si rezultatet dhe analizat që mund të bëhen. Në çdo rast, procesi i vlerësimit përbën një nga arritjet e shkencës së financës.
- ✓ Duke pasur parasysh njësitë e vogla ekonomike, një pjesë e të cilave janë edhe pjesë e këtij punimi, mund të themi se përcaktimi i vlerës së një njësie ekonomike, është praktikisht pothuajse i panjohur për to.

6.2. Kontributet kryesore të këtij punimi

Në këtë punim jemi përpjekur të evidentojmë me kujdes treguesit kryesorë ekonomiko-financiare, mbi bazen e të cilëve, modele të ndryshme japin një gjykim për performancën dhe gjendjen financiare në të cilën ndodhet një njësi ekonomike. Gjithashtu u munduam të tregojmë se metoda e vlerësimit bazuar në vlerën kontabël është metoda më e përdorshme në Shqipëri, të paktën sot për sot.

Në këtë mënyrë, në aspektin teorik, është bërë një përpjekje modeste, duke qenë se ky punim, në dijeninë tonë, është nga të parët në fushën e vlerësimit të njësive ekonomike dhe metodave të përdorura për këtë qëllim. Ky punim iu shërben drejtuesve të njësive ekonomike si një burim për gjetjen dhe përdorimin e metodës më të përshtatshme të vlerësimit të pasurisë së tyre.

Në aspektin praktik, evidentimi i lidhjes që ekziston midis dy modeleve të rëndësishme të vlerësimit, modelit Altman Z-Score dhe Testit të Shpejtë Kralicek dhe roli i tyre në parashikimin e falimentimit dhe vështirësisë paguese është një mjet që iu jepet në duar drejtuesve të njësive ekonomike. Nëpërmjet përdorimit të këtyre modeleve këta drejtues do të jenë në gjendje të parashikojnë në kohë vështirësitë paguese dhe të eliminojnë falimentimin.

6.3. Rekomandime për kërkime të mëtejshme

Në çdo përpjekje kërkimore gjithmonë ka çështje që kërkojnë një kërkim dhe analizë më të thelluar. Qëllimi i këtij punimi ishte analiza e rëndësisë së përdorimit të treguesve ekonomiko-financiarë për përcaktimin e modeleve më të rëndësishme të vlerësimit të njësive ekonomike, nga pikëpamja e performancës së tyre dhe gjetjen e metodave më të përshtatshme për përcaktimin e vlerës kontabël të tyre. Megjithë përpjekjen për një analizë të gjerë dhe të hollësishme, ekzistojnë disa çështje të cilat ndoshta kërkojnë më shumë studim dhe analizë.

➤ Përsa i përket metodës së skontimit të fluksit të mjeteve monetare, e cila sot për sot konsiderohet si metoda më e përdorshme në vlerësimin e njësive ekonomike, do mund të analizonim më shumë ndikimin e staveve të ndryshme të zhvillimit të një njësie ekonomike dhe riskut për përcaktimin e vlerës së saj. Nisur nga mjedisi

ekonomik dhe shoqëror në tregun shqiptar, studimi mund të zgjerohet në analizën e riskut që karakterizon njësitë ekonomike shqiptare dhe mënyrën se si ky risk ndikon në psikologjinë e investitorëve.

➤ Analiza e disa treguesve makroekonomikë, siç është ritmi i zhvillimit të ekonomisë se një vendi, do të na jepte mundësinë të nxirrnim disa konkluzione të rëndësishme lidhur me shkallën e ndikimit të tyre në vlerësimin tonë. Gjithashtu, mund të shkohet më tej në analiza, duke treguar nëse këto metoda dhe modele vlerësimi japin ose jo të njëjtin rezultat në kohë normale dhe në kohë krize.

➤ Nëse në modelin Altman Z-Score do të mund të futen më shumë njësi ekonomike, të falimentuara dhe jo të falimentuara do të arrihet në konkluzione më të plota, pasi supozojmë se do të përfshihen më shumë raporte financiare në model, të cilat do të rrisin aftësinë për të parashikuar falimentimin. Për më tepër, përdorimi i një metode të ndryshme të analizës statistikore do të përbente një mjet verifikimi për rezultatet e këtij modeli të përdorur në këtë punim.

➤ Një tjetër sugjerim është për të zgjeruar analizën për disa studime të rasteve duke përfshirë më shumë variabla, ndoshta edhe në aspekt ndërkombëtar. Kjo do të realizonte një model parashikues më të thellë dhe më të ndërlikuar në tjetër aspekt të realizimit të kërkimeve.

Bibliografia dhe Referencat

Bibliografia

- Aczel, A.D., (1998), *Complete Business Statistics*, pp. 458
- Alexander, C., J. Pezier. (2003) “*On the Aggregation of Market and Credit Risks*”. ISMA Centre Discussion Papers in Finance No. 2003-13, University of Reading.
- Altman, E.I. (1968), “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*”, *The Journal of Finance*, 23,4, pp.589-609.
- Altman, E.I.,(2000), “*Predicting financial distress of companies : Revisiting the Z score and ZETA Models*”. This paper is adapted and updated from E. Altman, “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*,” *Journal of Finance*, September 1968; and E. Altman, R. Haldeman and P. Narayanan, “*Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*,” *Journal of Banking & Finance*, 1, 1977.
- Altman, Hartzell, & Peck, (1998) “*Emerging Market Corporate Bonds: A Scoring System*”. The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions, Volume 2, pp.391-400.
- Altman, E. (2010). “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*”. *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4 (Sep., 1968), pp. 589-609.
- Anderson, K. & McAdam, R. (2004) “*A critique of benchmarking and performance measurement. Lead or lag?*”. *Benchmarking: An International Journal*, Vol. 11, No 5 pp. 465-483
- Anderson, Patrick L. , Geckil, Ilhan K. , Funari, Nicole (2007), “*The Three Essential Factors in Estimating Business Value or Commercial Damages*”, Anderson Economic group, LLC. Working Paper, (andersoneconomicgroup.com)
- Arnold, J., and P. Moizer. (1984). “*A survey of the methods used by U.K. analysts to appraise investments in ordinary shares*”. *Accounting & Business Research* 14 (55), pp. 113-124.
- Aziz M. A., Dar H. A., (2006), “*Corporate Governance*” 6/1, pp. 18-33.

- Bailey, P., Brown, P., Potter, M. & Wells, P. (2008). "A practical comparison of firm valuation models: cash flow, dividend and income". The Finsia Journal of Applied Finance, 2, pp.22-28.
- Balcaen, S., Ooghe, H., (2006), "35 years of studies on business failure : an overview of the classic statistical methodologies and their related problems", The British Accounting Review, 38, pp. 63-93.
- Barker, R. (1999). "The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers". The European Accounting Review 8 (2): pp.195-218.
- Barrow, M., (1996), *Statistics for Economics, Accounting and Business Studies*, second edition, pp.226-231.
- Beaver, W., (1966), "Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting": Selected Studies 1966, Journal of Accounting Research 4, pp. 71-111.
- Berger, A., Bonaccorsi di Patti, E. (2006), "Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", Journal of Banking and Finance, Vol. 30 pp.65-102.
- Berk, Jonathan, and Peter DeMarzo, (2011), "Corporate Finance", 2nd edition, Pearson, Boston, MA 02116.
- Bernstein, L., Wild, J.: "Financial Statement Analysis", Sixth Edition.
- Block, S. (1999). "A study of financial analysts: Practice and theory". Financial Analysts Journal (July/August):, pp.86-95.
- Boatsman, R., and E. F. Baskin (1981), "Asset Valuation with Incomplete Markets", The Accounting Review, January, pp. 38 – 52.
- Booth, L., Aivazian, V., Hunt, A., Maksimovic, D. (2001), "Capital structure in developing countries", Journal of Finance, Vol. 56 , pp.87-130.
- Bradshaw, M. (2002). "The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations". Accounting Horizons 16 (I):, pp.27-41.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen, (2011), "Principles of Corporate Finance" Global Edition, 10th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.

Breton, G, and R. Taffler. (2001), "Accounting information and analysts stock recommendation decisions: A content analysis approach". Accounting & Business Research 31 (2): pp. 91-101.

Brief , Richard P. , Stern, Leonard N. , O'Hanlon. John, Peasnell. Kenneth V.(2005): "Error in Constant Growth Accounting Valuation Models". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=839905> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.839905>.

Champion, D. (1999), "Finance: the joy of leverage", Harvard Business Review, Vol. 77 pp.19-22.

Chaney, P.K. & Lewis, C.M. (1995). "Earnings Management and firm valuation under Comparables, Can Amazon.com be Valued?", Stern School of Business.

Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin, McKinsey and Company, Inc. (2000). "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies". New York, NY: John Wiley & Sons.

Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, (1990). "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 1st ed., Wiley, New York.

Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, (1994). "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", 2nd ed., Wiley, New York.

Damodaran A., (1999), 'Firms With no Earnings, no History and no Comparable', New York University, NY 10012, adamodar@stern.nyu.edu.

Damodaran, A.(2002), "Investment Philosophies", John Wiley and Sons, – also available at: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invphilbook.htm.

Damodaran, A., (2002), "Investment Valuation", 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York.

Damodaran, A. (Spring 2005). "An Introduction to Valuation", John Wiley and Sons, New York.

Damodaran, A. (2006), "Damodaran on Valuation", John Wiley and Sons Ltd, USA

Damodaran, A. (2010) "The Dark Side of Valuation" (Second Edition): Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, pp.5-7, 90-93

Damodaran, A. (1994), "Damodaran on Valuation", John Wiley and Sons, New York.

- Damodaran, A. (November 2006): "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence". Stern School of business, pp.7.
- Damodaran, A. (2012) "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", 3rd edition, Chapter 2: Approaches to Valuation.
- Demirakos, Efthimios G, Strong, Norman C., and Walker, Martin (2004): "What Valuation Models Do Analysts Use?", ACCOUNTING HORIZONS, Vol. 18, No. 4, , pp. 221-240
- Dimitrov V. and Jain. P. (2003). "The information content of change in financial leverage", Working Paper, Georgetown University.
- Du_Pont_Analysis.html (accessed February 28, 2010).
- Edward I. Altman and Edith Hotchkiss (2006), "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt", Third Edition, pp.314
- Eldomiaty, T. (2007), "Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy", International Journal of Commerce and Management, Vol. 17 pp.25-43
- Fairfield, P., and T. Yohn. (2001). "Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability." Review of Accounting Studies 6: pp. 371-385.
- Fairfield, P.M. & Yohn, T.L. (2001) "Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability". Review of Accounting Studies, Vol. 6, No 4, pp. 371-385.
- Fama, E.F., and French K.R. (2002). "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt". The Review of Financial Studies, Vol. 15, No.1, pp. 1-33.
- Fernandez P., (2003) , "75 Common and Uncommon Errors in Company Valuation", Working paper no.411600, IESE Business School.
- Fernandez, P. (2002), "Valuation Methods and Shareholder Value Creation," Acade,oc {ress. Sam Diego, CA

- Fernandez, P. (2006), “*Company Valuation Methods. The most common errors in valuations*”, Working Paper, no 449, pp. 1-30, University of Navarra.
- Fernández, Pablo (2004), “*The Value of Tax Shields is NOT Equal to the Present Value of Tax Shields*”, Journal of Financial Economics (July). Vol. 73/1 pp. 145-165.
- Fernández, Pablo (2005), “*The Value of Tax Shields is not Equal to the Present Value of Tax Shields: A Correction*”, SSRN working paper N. 651206.
- Friend, I., Lang, L. (1988), “*An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure*”, Journal of Finance, Vol. 43, pp. 271-281.
- Gentry, James A. Champaign, Reilly, Frank K. - Sandretto, Michael J. (2003) : “*Learning About Intrinsic Valuation With the Help of an Integrated Valuation Model*”. FMA European Meetings, Dublin, June 5, 2003.
- Ghosh, C., Nag, R., Sirmans, C. (2000), “*The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs*”, Real Estate Economics, Vol. 28, pp. 363-384.
- Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., (2000), “*Valuation of Bankrupt Firms*”, Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pp. 43-74.
- Gleason, K., Mathur, L., Mathur, I. (2000), “*The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers*”, Journal of Business Research, Vol. 50 pp.185-191.
- Govindarajan, V. (1980). “*The objectives of financial statements: An empirical study of the use of cash flows and earnings by security analysts*”. Accounting, Organizations and Society 5: pp. 383-392.
- Hadlock, C., James, C. (2002), “*Do banks provide financial slack?*”, Journal of Finance, Vol. 57 pp. 383-420.
- Harris, M., Raviv, A. (1988), “*Corporate control contests and capital structure*”, Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp.55-86.
- Harris, R.S. and J.J. Pringle (1985), “*Risk-Adjusted Discount Rates Extensions form the Average-Risk Case*”, Journal of Financial Research (Fall), pp. 237-244.
- Hartviksen, Ken (2007) “*Equity Valuation*”, Introduction To Corporate Finance Chapter 7

- Healey, J. (2009), *“The Essential of Statistics: A Tool for Social Research”*, Eighth Edition, Wadsworth, Cengage Learning.
- Heaton, John (Autumn 2006), *“Using the Capital Asset Pricing Mode”*, Topic 6/ BUS 35000.z
- Higgins , R.C. (1992): *“Analysis for Financial Management”*, Third Edition
- Howe, Keith M., (1992). *“Capital Budgeting Discount Rates Under Inflation: A Caveat”*. Financial Practice and Education, Spring/Summer 1992, pp. 31-35.
- Huang, guihai and Song, frank.M. (2005). *“The determinants of capital structure: Evidence from China”*. China Economic Review, Vol. 22, pp. 8.
- Ibrahim El-Sayed Ebaid, (2009), *“The Journal of Risk and Finance”*, Vol. 10, Issue 5, pp. 477-487. InvestorWords.com. Du Pont Analysis Definition. <http://www.investorwords.com/6496/>
- Jennergren, L. Peter, (2005), *“Loan Subsidy Valuation”*. The Engineering Economist, Vol. 50, pp. 69-86.
- Jennergren, L. Peter, (2008), *“Continuing Value in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model”*. European Journal of Operational Research, Vol. 185, pp. 1548-1563.
- Jennergren, L. Peter, (2010). *“On the Forecasting of Net Property, Plant and Equipment and Depreciation in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model.”* Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 5, Issue 1, Article 8.
- Jennergren, L. Peter, (2011). *“Approximate Firm valuation with Operating Leases”*. Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 6, Issue 1, Article 2.
- Jennergren, L. Peter, (2013)/a. *“Technical Note: Value Driver Formulas for Continuing Value in the Discounted Cash Flow Model”*. The Engineering Economist, Vol. 58, pp. 59-70.
- Jennergren, L. Peter, (2013)/b. *“Firm Valuation with Bankruptcy Risk”*. Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 8, No. 1, pp. 91-131.

- Jennergren, L. Peter, and Bertil Nˆaslund, (1996). “*The Gimo Corporation Revisited: A Case Study in Firm Valuation*”. CEMS Business Review, Vol. 1, pp. 57-75. 42
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). “*Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*.” American Economic Review, Vol. 26(May), pp. 323
- Jermias, J. (2008), “*The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance*”, British Accounting Review, Vol. 40, pp.71-86
- Kaplan R. and D. Norton, (1996), “*Linking the Balanced Scorecard to strategy*”, California Management Review, Vol.39, nr.I, pp.53-77
- Kaplan R.S. and D. Norton, (1996), “*The Balanced Scorecard*”, Boston Harward Business School Press.
- Kaplan, S. y R. Ruback (1995), “*The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis*”, Journal of Finance, Vol 50 No 4, September.
- Karapici, V.,(2004): “*Analiza Financiare*”, Bot.II.
- Kester, W. (1986), “*Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations*”, Financial Management, Vol. 15 pp.5-16.
- Kislingerova, E. (2000): “*Using Of The Economic Value Added Model For Valuation Of A Company*”, Narodna Banka Slovenska , University of Economics Prague.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels, (2010). “*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*”, 5th ed., Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Kralicek, P. (1993) “*Zˆklady finanˆnˆho hospodařeni*”. Přeložil Josef Spal. Praha: Linde Praha, ISBN 80-85647-11-7.
- Kralicek, P. (2007). Eine Probe-Excel Auswertung im pdf-Format, Ertrags- und vermögensanalyse (Quicktest), <http://www.kralicek.at/index.php?gr=-302>, access: December 12th, 2013.

- Kralicek, P., (2013). Unternehmensberatung Prof. Kralicek [online]. [cit. 2013-03 03]. Available at <http://www.kralicek.at/index.php?gr=-301>.
- Lamdin D.J., (2000), ‘*Valuation with the Discounted Dividend Model when Corporations Repurchase*’ Financial Practice and Education, Vol. 10, No.1, pp. 252-255.
- Lev, B., and Sougiannis, T. (1996). ‘*The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D*’. Journal of Accounting and Economics 21: pp. 107-138.
- Levin, Joakim, (1998). ‘*On the General Equivalence of Company Valuation Models.*’ In: Joakim Levin, Essays in Company Valuation, doctoral dissertation, Stockholm School of Economics, pp. 235-333.
- Levin, J., and Per Olsson, (1995). ‘*Looking Beyond the Horizon and Other Issues in Company Valuation*’. EFI Research Report, Stockholm School of Economics.
- Liesz, T. J. (2002), ‘*Really modified DuPont analysis: Five ways to improve return on equity*’, available on line at <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/2002/Papers/19.pdf>
- Luehrman, Timothy A (1997), ‘*What’s Worth: A General Manager’s Guide to Valuation*’, and ‘*Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*’, Harvard Business Review, (May-June), pp. 132-154.
- Lundholm, R., and Terry O’Keefe, (2001). ‘*Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model.*’ Contemporary Accounting Research, Vol. 18, No. 2, pp. 311-335.
- Martin J.D. and Petty J.W., Value Based Management (2000): ‘*The Corporate Response to the Shareholder Revolution*’, Boston MA, Harvard Business School Press,
- Mc Graw-Hill: (2010), ‘*Financing and Valuation*’, Chapter Nineteen, Fundamentals of Managerial Economics”.
- Misund, B., Asche, F. & Osmundsen, P. (2008). ‘*Industry upheaval and valuation: Empirical evidence from the international oil and gas industry.*’ The International Journal of Accounting, 43(4), pp. 398–424
- Modigliani and Miller, (1963), ‘*Corporate income taxes and the cost of capital: A correction examine capital structure decisions with corporate income taxes*’, American Economic Review 53, pp.433-443

- Modigliani, F and Miller, M.H. (1958). “*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*”, American Economic Review, June, pp. 261-297.
- Moizer, P., and J. Arnold. (1984). “*Share appraisal by investment analysts—Portfolio vs. non-portfolio analysts*”. Accounting and Business Research 14 (56): fq. 341-349.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). “*Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*”. Journal of financial Economics, Vol. 13, pp. 187-221
- Myers, S.C. (1974), “*Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*”, Journal of Finance (March), pp. 1-25
- Nissim, D. & Penman, S.H. (2001), “*Ratio analysis and equity valuation: From research to practice*”. Review of Accounting Studies Vol. 6, pp. 109-154
- Odipo B. K., A.S. Itati, (2011), “*Evaluation of Applicability of ALTMAN'S Revised Model in Prediction of Financial Distress: A Case of Companies Quoted in the NAIROBI Stock Exchange*” , pp. 1-39.
- Olsson, Karl O., Ribbing, Jonas & Werner, Madeleine (2003), “*The Discounted Cash Flow Approach To Firm Valuation A Study With Focus On Forecasting*”, Master Thesis No 2002:42, Göteborg University, School of Business, Economics and Law Industrial and Financial Economics .
- Palepu K., P. Healy, and V. Bernard. (2000). “*Business Analysis and Valuation*”. Cincinnati, OH: South Westem.
- Pano, Aristotel, (2005) ”*Analiza e veprimtarisë ekonomiko-financiare të njëzive ekonomike të biznesit*” .
- Penman S. (2001). “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”. New York, NY: McGraw-Hill Intemational Edition.
- Penman, Stephen H., (2010). “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, 4th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Pike, R., J. Meerjanssen, and L. Chadwick. (1993). “*The appraisal of ordinary shares by investment analysts in United Kingdom and Germany*”. Accounting and Business Research 23: pp. 489-499.
- Plenborg, T. (2002). “*Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches*”. Scandinavian Journal of Management, 18(3), pp.303–318.

- Previts, G, R. Bricker, T. Robinson, and S. Young. (1994). "A content analysis of sell side financial analysts company reports". Accounting Horizons 8 (June): pp. 55—70
- R.Perri (2007), "Falimentimi si një fenomen i pashmangshëm i tregut (nga këndvështrimi i analizës)", Tezë dizertacioni.
- Rajan, R.G and Zingales, L. (1995). "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.
- Roden, D., Lewellen, W. (1995), "Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts", Financial Management, Vol. 24, pp.76-87.
- Rogers, R., and J. Grant. (1997). "Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts". Journal of Financial Statement Analysis 3: pp.17—30
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, and Bradford D. Jordan, (2008). "Modern Financial Management", 8th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Ruback, Richard S, (2002). "Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows". Financial Management, Summer 2002, pp. 85-103.
- Ruback, Richard S. (1995), "A Note on Capital Cash Flow Valuation", Harvard Business School, 9-295-069.
- Schipper, K. (1991). "Analysts' forecasts". Accounting Horizons 5 (4): pp. 105-121.
- Shuli, I., Perri, R. (2008) "Analiza e Pasqyrave Financiare".
- Siegel, S., and N. J. Castellan, Jr. (1988). "Nonparametric Statistics for the Behavioural Sciences". New York, NY: McGraw-Hill.
- Simerly, R., Li, M. (2000), "Environmental dynamism, financial leverage and performance: a theoretical integration and an empirical test", Strategic Management Journal, Vol. 21, pp. 31-49.
- Skogsvik, Kenth, (2002). "A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation". SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 1999:10, second revision, June 2002.
- Sofifer, L. C, (2003). "Expected long-run return on equity in a residual income valuation model". Review of Accounting and Finance 1: pp. 59-72.

- Spathis, C., T., (2002), “*Detecting false financial statements using published data: Some evidence from Greece*”, *Managerial Auditing Journal* 17/4 , pp. 179-191.
- Stanley J. Feldman (2005), “*Principles of Private Firm Valuation*”, pp. 45-68.
- Stanley J. Feldman, (2005): “*Creating and Measuring the Value of Private Firms*”. Chapter 2, ISBN: 978-0-471-48721-0, pp.9-33.
- Stulz, R. (1990). “*Managerial discretion and optimal financing policies*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 145-158.
- Taggart, Robert A., Jr., (1991). “*Consistent Valuation and Cost of Capital Expressions With Corporate and Personal Taxes*”. *Financial Management*, Autumn 1991, pp. 8-20.
- Taub, A. (1975), “*Determinants of firm's capital structure*”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 57, pp. 410-416.
- Tham, Joseph, and Ignacio Vélez-Pareja (2001), “*The correct discount rate for the tax shields: the N-period case*”, SSRN Working Paper.
- Theodorou, Petros - “*Λειτουργική & χρηματοοικονομική μόχλευση, Βασικά αποτίμησης μετοχών, Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, Κόστος κεφαλαίου, (Ratio Financial Analysis), Χρηματοοικονομική Θεμελιώδης Ανάλυση, Χρηματοοικονομικές προβλέψεις*”, Athens University of Economics & Business / Department of Economics .
- Thomas, Rawley, and Benton E. Gup, editors, (2010). “*The Valuation Handbook*”, Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Titman, S., Wessels, R. (1988), “*The determinants of capital structure*”, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.
- Tuite, Lachlan: “*An analysis of Accounting based valuation models using Australian IPOs*”, The University of Sydney
- Velez-Pareja, I. & Tham, J. (2010). “*Estimating cash flows for project appraisal and firm valuation*”. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1557845>, last accessed on Oct 30, 2010.
- Vélez-Pareja, Ignacio: “*Firm Valuation: Free Cash Flow or Cash Flow to Equity?*”, Politécnico Gran Colombiano - Bogotá, Colombia / Joseph .

Wald, J. (1999), "*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*", Journal of Financial Research, Vol. 22, pp.161-187.

West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000

Williams, J. (1987), "*Perquisites, risk, and capital structure*", Journal of Finance, Vol. 42, pp. 29-49.

Won, G.-H. (2007) "*Electric power industry restructuring and ROE: The case of Korea Electric Power Corporation*". Energy Policy, Vol. 35, 508-509.

Khafa, H. (2005), "*Analiza e Pasqyrave Financiare*".

www.investopedia.com

www.capital.gr

www.bloomberg.com

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodoran/New_Home_Page/lectures/fcfe.html

http://valuatum.com/cms/index.php?option=com_content&task=view&id=

<http://www.valuepro.net/approach/where/where.shtml>

<http://financialmodelingguide.com/valuation-concepts/discounted-cashflow>

http://www.finsia.com/eventPDF/JASSA_Issue2_2008_Pages_22-28

REFERENCAT

Aczel, A.D., (1998), *Complete Business Statistics*, pp. 458

Altman, E.I. (1968), "*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*", The Journal of Finance, 23,4, pp.589-609.

Altman, E.I.,(2000), "*Predicting financial distress of companies : Revisiting the Z score and ZETA Models*". This paper is adapted and updated from E. Altman, "*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*," Journal of Finance, September 1968; and E. Altman, R. Haldeman and P. Narayanan, "*Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*," Journal of Banking & Finance, 1, 1977.

- Altman, E. (2010). "*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*". The Journal of Finance, Vol. 23, No. 4 (Sep., 1968), pp. 589-609.
- Anderson, K. & McAdam, R. (2004) "*A critique of benchmarking and performance measurement. Lead or lag?*". Benchmarking: An International Journal, Vol. 11, No 5 pp. 465-483
- Anderson, Patrick L. , Geckil, Ilhan K. , Funari, Nicole (2007), "*The Three Essential Factors in Estimating Business Value or Commercial Damages*", Anderson Economic group, LLC. Working Paper, (andersoneconomicgroup.com)
- Bailey, P., Brown, P., Potter, M. & Wells, P. (2008). "*A practical comparison of firm valuation models: cash flow, dividend and income*". The Finsia Journal of Applied Finance, 2, pp.22-28.
- Balcaen, S., Ooghe, H. , (2006), "*35 years of studies on business failure : an overview of the classic statistical methodologies and their related problems*", The British Accounting Review, 38, pp. 63-93.
- Barrow, M., (1996), *Statistics for Economics, Accounting and Business Studies*, second edition, pp.226-231
- Beaver, W., (1966), "*Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting*": Selected Studies 1966, Journal of Accounting Research 4, pp. 71-111.
- Berger, A., Bonaccorsi di Patti, E. (2006), "*Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*", Journal of Banking and Finance, Vol. 30 pp.65-102.
- Booth, L., Aivazian, V., Hunt, A., Maksimovic, D. (2001), "*Capital structure in developing countries*", Journal of Finance, Vol. 56 , pp.87-130.
- Brief , Richard P. , Stern, Leonard N. , O'Hanlon. John, Peasnell. Kenneth V.(2005): "*Error in Constant Growth Accounting Valuation Models*". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=839905> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.839905>.
- Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin, McKinsey and Company, Inc. (2000). "*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*". New York, NY: John Wiley & Sons.

- Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, (1994). *“Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”*, 2nd ed., Wiley, New York.
- Damodaran A., (1999), *‘Firms With no Earnings, no History and no Comparable’*, New York University, NY 10012, adamodar@stern.nyu.edu.
- Damodaran, A., (2002), *“Investment Valuation”*, 2nd Edition, John Wiley and Sons, New York.
- Damodaran, A. (Spring 2005). *“An Introduction to Valuation”*, John Wiley and Sons, New York.
- Damodaran, A. (2006), *“Damodaran on Valuation”*, John Wiley and Sons Ltd, USA
- Damodaran, A. (November 2006): *“Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”* . Stern School of business, pp.7.
- Demirakos, Efthimios G, Strong, Norman C., and Walker, Martin (2004): *“What Valuation Models Do Analysts Use?”*, ACCOUNTING HORIZONS, Vol. 18, No. 4, , pp. 221-240
- Du_Pont_Analysis.html (accessed February 28, 2010).
- Edward I. Altman and Edith Hotchkiss (2006), *“Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt”*, Third Edition, pp.314
- Eldomiaty, T. (2007), *“Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy”*, International Journal of Commerce and Management, Vol. 17 pp.25-43
- Fairfield, P., and T. Yohn. (2001). *“Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability.”* Review of Accounting Studies 6: pp. 371-385.
- Fama, E.F., and French K.R. (2002). *“Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”*. The Review of Financial Studies, Vol. 15, No.1, pp. 1-33.
- Fernandez P., (2003) , *“75 Common and Uncommon Errors in Company Valuation”*, Working paper no.411600, IESE Business School.
- Fernandez, P. (2006), *“Company Valuation Methods. The most common errors in valuations”*, Working Paper, no 449, pp. 1-30, University of Navarra.

- Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., (2000), ‘*Valuation of Bankrupt Firms*’, Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pp. 43-74.
- Harris, M., Raviv, A. (1988), "*Corporate control contests and capital structure*", Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp.55-86.
- Huang, guihai and Song, frank.M. (2005). "*The determinants of capital structure: Evidence from China*". China Economic Review, Vol. 22, pp. 8.
- Ibrahim El-Sayed Ebaid, (2009), "*The Journal of Risk and Finance*", Vol. 10, Issue 5, pp. 477-487. InvestorWords.com. Du Pont Analysis Definition. <http://www.investorwords.com/6496/>
- Jennergren, L. Peter, (2005), "*Loan Subsidy Valuation*". The Engineering Economist, Vol. 50, pp. 69-86.
- Jennergren, L. Peter, (2008), "*Continuing Value in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model*". European Journal of Operational Research, Vol. 185, pp. 1548-1563.
- Jennergren, L. Peter, (2010). "*On the Forecasting of Net Property, Plant and Equipment and Depreciation in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model*." Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 5, Issue 1, Article 8.
- Jennergren, L. Peter, (2011). "*Approximate Firm valuation with Operating Leases*".Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 6, Issue 1, Article 2.
- Jennergren, L. Peter, (2013)/a. "*Technical Note: Value Driver Formulas for Continuing Value in the Discounted Cash Flow Model*". The Engineering Economist, Vol. 58, pp. 59-70.
- Jennergren, L. Peter, (2013)/b. "*Firm Valuation with Bankruptcy Risk*". Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol. 8, No. 1, pp. 91-131.
- Jennergren, L. Peter, and Bertil N"aslund, (1996). "*The Gimo Corporation Revisited: A Case Study in Firm Valuation*". CEMS Business Review, Vol. 1, pp. 57-75. 42

- Jermias, J. (2008), "*The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance*", *British Accounting Review*, Vol. 40, pp.71-86
- Kaplan R. and D. Norton, (1996), "*Linking the Balanced Scorecard to strategy*", *California Management Review*, Vol.39, nr.I, pp.53-77
- Kaplan, S. y R. Ruback (1995), "*The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis*", *Journal of Finance*, Vol 50 No 4, September.
- Kester, W. (1986), "*Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations*", *Financial Management*, Vol. 15 pp.5-16.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels, (2010). "*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*", 5th ed., Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Kralicek, P. (1993) "*Základy finančního hospodaření*". Přeložil Josef Spal. Praha: Linde Praha, ISBN 80-85647-11-7.
- Kralicek, P. (2007). Eine Probe-Excel Auswertung im pdf-Format, Ertrags- und vermögensanalyse (Quicktest), <http://www.kralicek.at/index.php?gr=-302>, access: December 12th, 2013.
- Kralicek, P., (2013). Unternehmensberatung Prof. Kralicek [online]. [cit. 2013-03 03]. Available at <http://www.kralicek.at/index.php?gr=-301>.
- Liesz, T. J. (2002), "*Really modified DuPont analysis: Five ways to improve return on equity*", available on line at <http://www.sbaer.uca.edu/research/sbida/2002/Papers/19.pdf>
- Lundholm, R., and Terry O'Keefe, (2001). "*Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model.*" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 2, pp. 311-335.
- Mc Graw-Hill: (2010), "*Financing and Valuation*", Chapter Nineteen, *Fundamentals of Managerial Economics*".
- Misund, B., Asche, F. & Osmundsen, P. (2008). "*Industry upheaval and valuation: Empirical evidence from the international oil and gas industry.*" *The International Journal of Accounting*, 43(4), pp. 398–424
- Modigliani and Miller, (1963), "*Corporate income taxes and the cost of capital: A correction examine capital structure decisions with corporate income taxes*", *American Economic Review* 53, pp.433-443

- Modigliani, F and Miller, M.H. (1958). “*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*”, American Economic Review, June, pp. 261-297.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). “*Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*”. Journal of financial Economics, Vol. 13, pp. 187-221
- Myers, S.C. (1974), “*Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*”, Journal of Finance (March), pp. 1-25
- Nissim, D. & Penman, S.H. (2001), “*Ratio analysis and equity valuation: From research to practice*”. Review of Accounting Studies Vol. 6, pp. 109-154
- Odipo B. K., A.S. Itati, (2011), “*Evaluation of Applicability of ALTMAN'S Revised Model in Prediction of Financial Distress: A Case of Companies Quoted in the NAIROBI Stock Exchange*” , pp. 1-39.
- Olsson, Karl O., Ribbing, Jonas & Werner, Madeleine (2003), “*The Discounted Cash Flow Approach To Firm Valuation A Study With Focus On Forecasting*”, Master Thesis No 2002:42, Göteborg University, School of Business, Economics and Law Industrial and Financial Economics .
- Palepu K., P. Healy, and V. Bernard. (2000). “*Business Analysis and Valuation*”. Ci Palepu, Healy, Bernard,(2004) “*Business analysis & valuation-using financial statements*”, third edition, copyright 2004 by South-Western ncinnati, OH: South Westem.
- Penman S. (2001). “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”. New York, NY: McGraw-Hill Intemational Edition.
- Penman, Stephen H., (2010). “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, 4th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Plenborg, T. (2002). “*Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches*”. Scandinavian Journal of Management, 18(3), pp.303–318.
- Previts, G, R. Bricker, T. Robinson, and S. Young. (1994). “*A content analysis of sell side financial analysts company reports*”. Accounting Horizons 8 (June): pp. 55—70
- R.Perri (2007), “*Falimentimi si një fenomen i pashmangshëm i tregut (nga këndvështrimi i analizës)*” , Tezë dizertacioni.

- Rajan, R.G and Zingales, L. (1995). "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.
- Roden, D., Lewellen, W. (1995), "Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts", *Financial Management*, Vol. 24, pp.76-87.
- Ruback, Richard S, (2002). "Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows". *Financial Management*, Summer 2002, pp. 85-103.
- Skogsvik, Kenth, (2002). "A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation". SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 1999:10, second revision, June 2002.
- Sofifer, L. C, (2003). "Expected long-run return on equity in a residual income valuation model". *Review of Accounting and Finance* 1: pp. 59-72.
- Spathis, C., T., (2002), "Detecting false financial statements using published data: Some evidence from Greece", *Managerial Auditing Journal* 17/4 , pp. 179-191.
- Stanley J. Feldman, (2005): "Creating and Measuring the Value of Private Firms". Chapter 2, ISBN: 978-0-471-48721-0, pp.9-33.
- Taub, A. (1975), "Determinants of firm's capital structure", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 57, pp. 410-416.
- Theodorou, Petros - "Λειτουργική & χρηματοοικονομική μόχλευση, Βασικά αποτίμησης μετοχών, Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, Κόστος κεφαλαίου, (Ratio Financial Analysis), Χρηματοοικονομική Θεμελιώδης Ανάλυση, Χρηματοοικονομικές προβλέψεις", Athens University of Economics & Business / Department of Economics .
- Thomas, Rawley, and Benton E. Gup, editors, (2010). "The Valuation Handbook", Wiley, Hoboken, New Jersey.
- Titman, S., Wessels, R. (1988), "The determinants of capital structure", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.
- Tuite, Lachlan: " An analysis of Accounting based valuation models using Australian IPOs", The University of Sydney

Velez-Pareja, I. & Tham, J. (2010). “*Estimating cash flows for project appraisal and firm valuation*”. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1557845>, last accessed on Oct 30, 2010.

Vélez-Pareja, Ignacio: “*Firm Valuation: Free Cash Flow or Cash Flow to Equity?*”, Politécnico Grancolombiano - Bogotá, Colombia / Joseph .

Wald, J. (1999), “*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*”, Journal of Financial Research, Vol. 22, pp.161-187.

West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000

Williams, J. (1987), “*Perquisites, risk, and capital structure*”, Journal of Finance, Vol. 42 , pp. 29-49.

Won, G.-H. (2007) “*Electric power industry restructuring and ROE: The case of Korea Electric Power Corporation*”. Energy Policy, Vol. 35, 508-509.

Khafa, H. (2005), “*Analiza e Pasqyrave Financiare*”.

www.investopedia.com

www.capital.gr

www.bloomberg.com

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodoran/New_Home_Page/lectures/fcfe.html

http://valuatum.com/cms/index.php?option=com_content&task=view&id=

<http://www.valuepro.net/approach/where/where.shtml>

<http://financialmodelingguide.com/valuation-concepts/discounted-cashflow>

http://www.finsia.com/eventPDF/JASSA_Issue2_2008_Pages_22-28

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles>

[http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics/how-high-should-r-squared-be-](http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics/how-high-should-r-squared-be-in-regression-analysis)

[in-regression-analysis, http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics/multiple-](http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics/multiple-regression-analysis-use-adjusted-r-squared-and-predicted-r-squared-to-include-the)

[regression-analysis-use-adjusted-r-squared-and-predicted-r-squared-to-include-the-correct-number-of-variables](http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics/multiple-regression-analysis-use-adjusted-r-squared-and-predicted-r-squared-to-include-the-correct-number-of-variables)