



**Universiteti "Aleksandër Moisiu" Durrës
Fakulteti i Biznesit**

PËRCAKTUESIT E STRUKTURËS SË KAPITALIT: RAST STUDIMI I KOMPANIVE TË PALISTUARA NË SHQIPËRI

Kandidati:
Msc. Anila Çekrezi

Udhëheqësi:
Prof. Dr. Agim Kukeli

© Copyright,

i

Anıla Çekrezi,

2014

Udhëheqësi i Anila Çekrezit vërteton se ky është versioni i miratuar i disertacionit të mëposhtëm:

PËRCAKTUESIT E STRUKTURËS SË KAPITALIT: RAST STUDIMI I KOMPANIVE TË PALISTUARA NË SHQIPËRI

Udhëheqësi:

Prof. Dr. Agim Kukeli

PËRCAKTUESIT E STRUKTURËS SË KAPITALIT: RAST STUDIMI I KOMPANIVE TË PALISTUARA NË SHQIPËRI

Përgatitur nga: Msc. Anila Çekrezi

Disertacion i paraqitur në

Fakulteti i Biznesit.

Universiteti “Aleksandër Moisiu” Durrës

Në përputhje të plotë

Me kërkesat

Për gradën “Doktor”

Tetor, 2014

Mirënjohje/ falenderim

I jam mirënjohës udhëheqësit shkencor të këtij disertacioni Prof. Dr. Agim Kukelit për përkrahjen, mbështetjen, sugjerimet dhe rekomandimet e vlefshme në realizimin e këtij punimi. Gjithashtu, do të doja të falenderoja edhe stafin pedagogjik të Universitetit “Aleksandër Moisiu” për përgatitjen mësimore gjatë studimeve të doktoraturës si dhe pedagogët e Departamentit të Financë-Kontabilitetit për mbështetjen dhe komentet e tyre. Padyshim një falenderim shkon dhe për familjen time, e cila më ka nxitur në përfundimin e studimit dhe në mënyrë të veçantë dy djemtë e mi Orionin dhe Rubinin.

Deklaratë mbi origjinalitetin

Anila Çekrezi

Deklaroj se kjo tezë përfaqëson punën time origjinale dhe nuk kam përdorur burime të tjera, përveç atyre të shkruajtura nëpërmjet citimeve.

Të gjitha të dhënat, tabelat, figurat dhe citimet në tekst, të cilat janë riprodhuar prej ndonjë burimi tjetër, duke përfshirë edhe internetin, janë pranuar në mënyrë eksplicite si të tilla.

Jam i/ e vetëdijshëm/shme se në rast të mospërputhjeve, Këshilli i Profesorëve të UAMD-së është i ngarkuar të më revokojë gradën “Doktor”, që më është dhënë mbi bazën e kësaj teze, në përputhje me “Rregulloren e programeve të studimit të ciklit të tretë (Doktoratë) të UAMD-së, neni 33, miratuar prej Senatit Akademik të UAMD-së me Vendimin nr. , datë _____

Durrës, më _____

Firma

Përmbledhja

Struktura e kapitalit është një përzierje e detyrimeve afatgjata, detyrimeve afatshkurtra, aksioneve të zakonshme dhe aksioneve të preferuara të kompanisë (Mahmud et al., 2009, f. 9). Struktura e kapitalit të firmave është një fushë e rëndësishme kërkimore e financave të korporatave dhe ajo mbetet në qendër të studimeve të akademikëve të ndryshëm. Megjithatë pjesa më e madhe e studimeve janë fokusuar mbi firmat e listuara të vendeve të zhvilluara dhe pak vëmendje u është kushtuar firmave të palistuara të vendeve në zhvillim. Prandaj, ky studim përpiqet që të plotësojë hendekun duke analizuar strukturën e kapitalit të firmave të palistuara në Shqipëri. Mostra përfshin 69 ndërmarrje të vogla dhe të mesme, të dhënat e të cilave janë marrë nga pasqyrat e bilanceve të dorëzuara pranë Zyrës Shtetërore të Tatimeve për periudhën 2008-2011.

Në këtë studim është testuar ndikimi i përcaktuesve specifikë të firmës: kthimi nga aktivet (ROA); kthimi nga kapitali (ROE); trupëzimi i aktiveve (TRUP); likuiditeti (LIK); madhësia (MADH); rreziku (RISK); fleksibiliteti financiar (FLEKS); përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (PTSHA) dhe faktorët makroekonomikë të vendit si: norma e rritjes së produktit të brendshëm bruto (GDP), norma e inflacionit (INF), norma primare e huadhënies (INT) mbi strukturën e kapitalit të kompanive. Ndërsa struktura e kapitalit i cili shërben si variabël i varur është matur përmes raportit të detyrimeve afatshkurtra ndaj totalit të aktiveve (DASH), raportit të detyrimeve afatgjata ndaj totalit të aktiveve (DAGJ) si dhe raportit të totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve (DAT). Hetimi përdor procedurën e të dhënave panel si dhe regresionin e thjeshtë shumëvariabël. Rezultatet e këtij studimi vërtetuan se ROA-ja, TRUP-i dhe LIK-u ndikojnë në mënyrë negative mbi DASH-në, ndërsa ROE-ja ndikon në mënyrë pozitive mbi DASH-në. Gjithashtu, ROA-ja, FLEKS-i dhe PTSHA-ja ndikojnë në mënyrë negative mbi DAGJ-në, ndërsa ROE-ja, TRUP-i, LIK-u, MADH-i, dhe RISK-u ndikojnë në mënyrë pozitive mbi DAGJ-në. Dhe së fundi variablat që ndikojnë në mënyrë negative mbi DAT-në janë ROA-ja, LIK-u (koeficienti i likuiditetit rezulton statistikisht i rëndësishëm në nivelin 1 përqind kur në regresion vendosen si variabla të pavarura vetëm faktorët specifikë të firmës), FLEKS-i dhe INF-ja, ndërsa variablat që ndikojnë në mënyrë negative mbi DAT-në janë ROE-ja, TRUP-i, MADH-i, RISK-u, GDP-ja dhe INT-ja.

Gjithashtu në këtë studim është testuar nëse ka dallime në përzgjedhjen e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare. Rezultatet treguan se dallimet në përzgjedhjen e stukturës së kapitalit midis këtyre dy grupeve të firmave janë statistikisht të rëndësishme vetëm për raportin e totali të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve (DAT).

Fjalë kyçe: Shqipëri, struktura e kapitalit, faktorët specifikë të firmave, faktorët makroekonomikë.

Summary

The capital structure is a mix of a company's long-term debt, specific short-term debt, common equity and preferred equity (Mahmud et al., 2009, f. 9).

Corporate structure is an important research area in corporate finance and it remains the core of literature studies for academicians. However studies had focused on firms in developed countries and little attention on how firms in developing and emerging market decide on their capital structure strategy. Therefore this study attempts to fill the gap by analyzing the capital structure for unlisted firms in Albania. The sample consists of 69 small and medium companies for the period from 2008 to 2011.

This study examines the influence of the firm's specific determinants: return on asset (ROA); return on equity (ROE); tangibility (TANG); liquidity (LIQ); firm's size (SIZE); business risk (RISK); financial flexibility (FLEKS); non-debt tax shields (NDTSH) and the macroeconomic factors: GDP growth ratio; inflation rate; prime lending rate on capital structure of the firm.

Capital structure which is the dependent variable is measured through the ratio of short-term debt over total assets (SDTA), the ratio of long-term debt over total assets (LDTA) and the ratio of total debt over total assets (TDTA). The investigation uses panel data procedure and the linear multivariable regression.

This study found that ROA, TANG and LIQ have a negative and significant influence on SDTA and ROE has a positive and significant influence on SDTA. Also, ROA, FLEKS and NDTSH have a negative and significant influence on LDTA and ROE, TANG, LIQ, SIZE and RISK have a positive and significant influence on LDTA. At last, the variables which negatively influence on TDTA are ROA, LIQ (the coefficient of liquidity results significant at 1 percent level when we regress only the firm's specific determinants), FLEKS and INF and the variables which positively influence on TDTA are ROE, TANG, SIZE, RISK, GDP and INT.

Also, in this study is tested whether there are significant differences in capital structure choice among commercial firms and non-commercial ones. The results revealed that the difference in capital structure choice among this two groups is significant only for Total debt to Total assets (TDTA) and not for the other measures of leverage.

Keywords: Albania, capital structure, firm's specific factors, macroeconomics factors.

Përmbajtja e lëndës

Mirënjohje/ falenderim	V
Deklaratë mbi originalitetin	VI
Përmbledhja	VII
Summary	VIII
Lista e tabelave	XII
Lista e figurave	XIV
Lista e shtojcave	XV
Shkurtime	XVI
1. HYRJE	17
1.1 Baza e kërkimit	17
1.2 Problemi i studimit	3
1.3 Objektivat e studimit	7
1.4 Rëndësia e studimit	8
1.5 Organizimi i kërkimit	9
2. MJEDISI INSTITUCIONAL	10
2.1 Mjedisi makroekonomik, financiar dhe ekonomik i Shqipërisë	11
2.1.1 Mjedisi makroekonomik	11
2.1.2 Mjedisi financiar	13
2.1.3 Mjedisi ekonomik	15
3. LITERATURA E SHQYRTUAR	18
3.1 Leva financiare dhe struktura e kapitalit	19
3.2 Maksimizimi i vlerës së tregut - objektivi kryesor	19
3.3 Struktura optimale e kapitalit dhe kosto e kapitalit	21
3.4 Origjina e strukturës së kapitalit	22
3.4.1 Teoria Modigliani dhe Miller	22
3.5 Teoritë e strukturës së kapitalit	25
3.5.1 Teoria trade-off	26
3.5.2 Teoria e kostove të agjencisë	28
3.5.3 Hipoteza e sinjaleve	32
3.5.4 Teoria e rendit të zgjedhjes	33

3.5.5	Teoria e kohës së tregut.....	35
3.5.6	Teoria e ciklit të jetës	37
3.6	Faktorët specifikë të firmës.....	39
3.6.1	Përfitueshmëria.....	39
3.6.2	Struktura e aktiveve (Trupëzimi).....	42
3.6.3	Likuiditeti	43
3.6.4	Madhësia e firmës.....	46
3.6.5	Rreziku i firmës	48
3.6.6	Fleksibiliteti financiar.....	49
3.6.7	Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh.....	49
3.7	Faktorët makroekonomikë	50
3.7.1	Norma e rritjes së GDP-së.....	51
3.7.2	Norma e inflacionit.....	53
3.7.3	Norma e interesit	54
3.8	Mënyra e financimit si dhe struktura e kapitalit e SME-ve	56
3.9	Struktura e kapitalit e firmave të vendeve të rajonit	58
3.10	Ndikimi i industrisë mbi strukturën e kapitalit	63
3.11	Përmbledhje e literaturës së shqyrtuar	64
4.	METODOLOGJIA E STUDIMIT	66
4.1	Burimi i të dhënave.....	67
4.2	Hipotezat e studimit	68
4.3	Matja e variablave.....	76
4.3.1	Matja e strukturës së kapitalit.....	76
4.3.2	Matja e variablave të pavarur	78
4.4	Specifikimi i modelit.....	82
4.5	Testimi i hipotezave.....	84
4.6	Përmbledhja e kapitullit	85
5.	ANALIZA E REZULTATEVE TË STUDIMIT	87
5.1	Statistikat përshkruese	88
5.2	Analiza e korrelacionit.....	95
5.3	Përshtatshmëria e modelit të regresionit.....	97

5.3.1	Analiza e normalitetit, linearitetit, hetroskedasticitetit dhe e multikolinearitetit të variablave	98
5.4	Rezultatet e regresionit	100
5.4.1	Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër	101
5.4.2	Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë	103
5.4.3	Rezultatet e regresionit të raportit të totalit të borxhit.....	104
5.4.4	Rezultatet e regresionit duke përfshirë variablin dummy	106
5.4.5	Rezultatet e regresionit nga grupimi i firmave në të mëdha, të mesme dhe të vogla	109
5.5	Përmbledhje e analizës së regresionit	115
6.	PËRFUNDIME DHE REKOMANDIME	122
7.	SHTOJCAT.....	133
8.	REFERENCAT	149

Lista e tabelave

Tabela 2.1. Norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e kreditimit në Shqipëri për periudhën 2008-2011	11
Tabela 2.2. Interesi i depozitave, kthimi i Bonove të Thesarit dhe interesi i kredive gjatë periudhës 2007-2011	13
Tabela 2.3. Totali i depozitave dhe kredive në Shqipëri gjatë periudhës 2007-2011	14
Table 2.4. Ndërmarrjet, të punësuarit, shifra e afarizmit dhe investimet sipas madhësisë së ndërmarrjeve për vitin 2011	16
Table 2.5. Sipërmarrjet, të punësuarit, xhiroja dhe investimet sipas aktiviteteve për vitin 2011. 16	
Tabela 3.1. Teoritë e strukturës së kapitalit dhe nivelet e borxhit.....	39
Tabela 3.2. Marrëdhënia midis variablave të zgjedhur dhe strukturës së kapitalit, sipas teorieve trade-off dhe teorisë së rendit të zgjedhjes	55
Tabela 3.3. Përmbledhje e disa prej studimeve mbi strukturën e kapitalit.....	57
Tabela 3.4. Përmbledhje e rezultateve të studimit të Dincergok dhe Yalciner (2011) të zhvilluar mbi firmat e listuara të katër shteteve gjatë periudhës 2000-2007	58
Tabela 3.5. Marrëdhëniet midis levës dhe përcaktuesve të strukturës së kapitalit në vendet e zgjedhura	61
Tabela 4.1. Përzgjedhja e mostrës	67
Tabela 4.2. Përkufizimi i variablave dhe marrëdhënia e parashikuar.....	80
Tabela 4.3. Përmbledhje e referencave dhe e evidencave teorike	81
Tabela 5.1. Evolucion i strukturës së kapitalit në mostrën e përzgjedhur	88
Tabela 5.2. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4.....	89
Tabela 5.3. Ndarja e firmave në sektorin e tregtisë dhe të jotregtisë.....	91
Tabela 5.4. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit për sektorin e tregtisë.....	91
Tabela 5.5. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit për sektorët jotregtarë	91
Tabela 5.6. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit dhe kthimit nga aktivet për firmat tregtare dhe jotregtare gjatë periudhës 2008-2011	94
Tabela 5.7. Koeficientët e korrelacionit [DASH], duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276.....	95
Tabela 5.8. Koeficientët e korrelacionit [DAGJ], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276.....	96
Tabela 5.9. Koeficientët e korrelacionit [DAT], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276.....	96
Tabela 5.10. Rezultatet e VIF-së të variablave të përzgjedhura	99
Tabela 5.11. Rezultatet e VIF-së së variablave të përzgjedhura duke eliminuar INF-në ose INT-në	99
Tabela 5.12. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve	100
Tabela 5.13. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH) duke përdorur GDP-në dhe INF-në.....	101
Tabela 5.14. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH) duke përdorur GDP-në dhe INT-në	102
Tabela 5.15. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ) duke përdorur GDP-në dhe INF-në.....	103

Tabela 5.16. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ) duke përdorur GDP-në dhe INT-në.....	104
Tabela 5.17. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit total (DAT) duke përdorur GDP-në dhe INF-në	104
Tabela 5.18. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAT) duke përdorur GDP-në dhe INT-në	105
Tabela 5.19. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve	106
Tabela 5.20. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT).....	107
Tabela 5.21. Grupimi i firmave në të mëdha, të mesme dhe të vogla	109
Tabela 5.22. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-21:4, për grupin e firmave të mëdha (Grupi I)	110
Tabela 5.23. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-36:4, për grupin e firmave të mesme (Grupi II)	110
Tabela 5.24. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-12:4, për grupin e firmave të vogla (Grupi III)	111
Tabela 5.25. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha.....	112
Tabela 5.26. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mesme	112
Tabela 5.27. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të vogla.....	113
Tabela 5.28. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve të raportit të totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha, të mesme dhe të vogla	114
Tabela 5.29. Rezultatet e disa studimeve mbi lidhjen midis përfitueshmërisë dhe levës financiare të firmave.....	117
 Tabela 6.1. Përmbledhje e rezultateve të këtij studimi.....	 127

Lista e figurave

Figura 2. 1. Evolucioni i normës së rritjes së GDP-së, normës së inflacionit (INF) dhe normës së kreditimit (INT) në Shqipëri gjatë 2008-2011	12
Figura 2.2. Interesi i depozitave, kthimi i Bonove të Thesarit dhe interesi i kredive gjatë periudhës 2007-2011	14
Figura 2.3. Rritja në përqindje e depozitave dhe e kredive në Shqipëri gjatë periudhës 2008-2011	15
Figura 2. 4. Qarkullimi i përgjithshëm dhe totali i investimeve për disa nga sektorët e ekonomisë në Shqipëri gjatë vitit 2011	17
Figura 5. 1. Evolucioni i strukturës së kapitalit në mostrën e përzgjedhur	88
Figura 5. 2. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011	92
Figura 5. 3. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshgjatë për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011	93
Figura 5. 4. Vlerat mesatare të raportit të totalit të borxhit për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011	93
Figura 5.5. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit dhe kthimit nga aktivet për firmat tregtare dhe jotregtare gjatë periudhës 2008-2011	94

Lista e shtojcave

Shtojca 7.1. Përkufizimi i variablave të varura dhe të pavarura të përdorura në studim si dhe mënyra e matjes së tyre	133
Shtojca 7.2. Hipotezat e studimit.....	134
Shtojca 7.3. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DASH)	135
Shtojca 7.4. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DAGJ).....	135
Shtojca 7.5. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DAT).....	136
Shtojca 7.6. Histograma e rezidualeve dhe shpërndarja normale e modelit linear.....	137
Shtojca 7.7. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)	137
Shtojca 7.8. Histograma e rezidualeve dhe shpërndarja normale e modelit linear.....	138
Shtojca 7.9. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)	138
Shtojca 7.10. Histograma e rezidualeve dhe shpërndarja normale e modelit linear.....	139
Shtojca 7.11. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)	139
Shtojca 7.12. Modeli i zgjeruar mbi dallimet e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare (variabli i varur DAT)	140
Shtojca 7.13. Modeli i zgjeruar mbi dallimet e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare (variabli i varur DAT)	140
Shtojca 7.14. Lidhja midis ROA-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011 .	141
Shtojca 7.15. Lidhja midis ROE-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011 .	141
Shtojca 7.16. Lidhja midis TRUP-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011	142
Shtojca 7.17. Lidhja midis LIK-ut dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011 ..	142
Shtojca 7.18. Lidhja midis MADH-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011	143
Shtojca 7.19. Lidhja midis RISK-ut dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011.	143
Shtojca 7.20. Lidhja midis FLEKS-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011	144
Shtojca 7.21. Lidhja midis PTSHA-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011	144
Shtojca 7.22. Lidhja midis GDP-së, INF-së, INT-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011.....	145
Shtojca 7.23. Lidhja midis DAT-së dhe ROA-së për firmat tregtare gjatë periudhës 2008-2011 (100 vrojtime).....	145
Shtojca 7.24. Lidhja midis DAT-së dhe ROA-së për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011 (176 vrojtime).....	146
Shtojca 7. 25. Mesatarja e raporteve të borxhit për firmat e mëdha (Grupi I), firmat e mesme (Grupi II) dhe firmat e vogla (Grupi III) gjatë periudhës 2008-2011	146
Shtojca 7. 26. Mesatarja e raporteve të ROA-së dhe ROE-së për firmat e mëdha (Grupi I), firmat e mesme (Grupi II) dhe firmat e vogla (Grupi III) gjatë periudhës 2008-2011	147
Shtojca 7. 27. Histograma e rezidualeve dhe shpërndarja normale e modelit linear	147
Shtojca 7. 28. Klasifikimi i SME-ve	147
Shtojca 7. 29. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve të raportit të totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha (G1), të mesme (G2) dhe të vogla (G3).....	148

Shkurtime

BSH	Banka e Shqipërisë
DAGJ	Raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve
DASH	Raporti i borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve
DAT	Raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve
EBIT	Earnings before interest and taxes (Fitimi para interesave dhe taksave)
EBT	Earnings before taxes (Fitimi para tatimit)
EBITD	Earnings before interest, taxes and depreciation (Fitimi para interesave, taksave dhe zhvlersimit)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Fitimi para interesave, taksave, zhvlerësimit dhe amortizimit)
WLS	Weighted least squares (Metoda e katrorëve të vegjël të ponderuar)
FLEKS	Fleksibiliteti financiar
INF	Norma e inflacionit
INT	Norma e interesit
WACC	Weighted average cost of capital (Kosto mesatare e ponderuar e kapitalit)
LIK	Likuiditeti i firmës
LIK_2	Likuiditeti i firmës i matur përmes Testit Acid
MADH	Madhësia e firmës
OLS	Ordinary least squares (Metoda zakonshme e katrorëve me të vegjël)
MM	Teorema Modigliani dhe Miller
SME	Small and medium enterprise (Ndërmarrjet e vogla dhe të mesme)
GDP	Gross domestic product (Produkti i brendshëm bruto)
PTSHA	Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (amortizimi)
RISK	Rreziku i firmës
ROA	Return on asset (Kthimi nga aktivet)
ROE	Return on equity (Kthimi nga kapitali)
TRUP	Trupëzimi i aktiveve
NPV	Net present value (Vlera aktuale neto)
VIF	Variance inflation factor (Faktori i inflacionit të variancës)

1. HYRJE

1.1 Baza e kërkimit

“Struktura e kapitalit përshkruan marrëdhënien proporcionale midis borxhit dhe kapitalit të vet” (Owolabi dhe Inyang, 2012, f. 7). Borxhi përbëhet kryesisht nga kreditë afatgjata apo obligacionet, ndërsa kapitali përfshin kapitalin aksionar, primin e aksioneve, rezervat dhe fitimet e pashpërndara. Pra, një kompani mund të financojë aktivitetet e saj me anë të borxheve dhe / ose me anë të kapitalit neto. Një firmë vlerë maksimizuese do të krijojë një strukturë optimale kapitali, e më pas, do të grumbullojë kapital të ri, duke synuar shënjestrimin me kalimin e kohës së kësaj strukture kapitali (Brigham dhe Ehrhardt, 2008). Modigliani dhe Miller (1958) kanë identifikuar dy kritere për marrjen e vendimeve racionale, të cilat janë: maksimizimi i fitimeve dhe maksimizimi i vlerës së tregut. “Kriteri i maksimizimit të fitimit pohon se një aktiv duhet blerë, në qoftë se ai rrit fitimin neto të pronarëve të firmës, ndërsa kriteri i maksimizimi të vlerës së tregut, pohon se një aktiv duhet blerë, në qoftë se ai rrit vlerën e kapitalit të pronarëve” (Modigliani dhe Miller, 1958, f. 262).

Puna pioniere e Modiglianit dhe e Millerit e vitit 1958, e njohur dhe si teoria MM mbi strukturën e kapitalit, çoi në zhvillimin e teorive të tjera, të cilat kishin në qendër shpjegimin e përcaktuesve kryesorë të strukturës së kapitalit të firmave. Literatura e mëparshme, në lidhje me strukturën e kapitalit dhe të investimeve, sugjeron se vendimi i investimit mund të jetë i shkëputur nga vendimi i financimit, duke argumentuar, se në një treg të përsosur, mënyra sesi një firmë financohet, është e parëndësishme për të përcaktuar vlerën e saj (Modigliani dhe Miller, 1958). Për këtë arsye, teorema Modigliani dhe Miller e vitit 1958 quhet “Teorema e Irrelevancës”. Por në botën reale struktura e kapitalit është e rëndësishme dhe vlera e një kompanie ndikohet nga përzgjedhja e strukturës së kapitalit. Nëse ne bëjmë një përmbledhje të studimeve të realizuara më vonë, mund të përmendim artikullin e Modigliani dhe Miller (1963), i cili përjashtoi një nga supozimet bazë të teorisë MM (1958), duke vendosur në model taksat e korporatave dhe / ose shpenzimet e falimentimit, në përpjekje për të shpjeguar më mirë strukturën e kapitalit. Argumentet mbi efektet e taksave dhe kostove të falimentimit, janë studiuar më tej nga Miller (1977), i cili tregoi se përfshirja e taksave personale nuk sjell asnjë përparësi ndaj përdorimit të levës financiare të korporatave. Studimi i DeAngelo dhe Masulis (1980) vërtetoi se është përfitimi tatimor ndaj përdorimit të shpenzimeve jomonetare si, për shembull: i amortizimit, i cili përcakton strukturën optimale të kapitalit të një firme. Kohët e fundit janë dhënë argumente mbi faktin se, edhe kostot e agjencisë duhen marrë në konsideratë si një nga përcaktuesit kryesorë të levës financiare (Jensen, 1976).

Dy teoritë e tjera konkurruese të njëra-tjetrës janë teoria statike trade-off dhe teoria e rendit të zgjedhjes: teoria statike trade-off e strukturës optimale të kapitalit supozon se firmat balancojnë vlerën aktuale të përfitimit ndaj zbritjes së interesave para tatimit, përkundrajt kostove të rrezikut financiar (Shyam-Sunder dhe Myers, 1999). Sipas kësaj teorie, përfitimi nga përdorimi i borxhit krijohet pasi shpenzimet e interesave janë të

zbritshme para tatimit. Si rezultat nëse firma paguan një normë të lartë tatimi, ajo do të zgjedhë një nivel më të lartë borxhi. Por, disavantazhet e rritjes së nivelit të borxhit përfshijnë kostot e mundshme të falimentimit si dhe kostot e agjencisë midis aksionerëve dhe kreditorëve (Jensen dhe Meckling, 1976; Myers, 1977).

Ndër teorinë e strukturës së kapitalit të firmës dhe vendimeve të financimit, përmendim dhe teorinë e rendit të zgjedhjes, e zhvilluar nga Myers dhe Majluf (1984). Kjo teori argumenton se kompanitë, për sa i përket strukturës së tyre të kapitalit, nuk synojnë një raport të caktuar borxhi, sepse ai nuk ekziston. Gjithashtu, për të minimizuar asimetrinë e informacionit ndërmjet menaxherëve dhe investitorëve, firmat preferojnë që së pari të përdorin fitimet e pashpërndara për të financuar vendimet e tyre të buxhetimit të kapitalit. Në rend të dytë, sipas kësaj teorie, është përdorimi i borxhit dhe, në fund, emetimi i kapitalit të ri. Myers (2001) sugjeron: “Nuk ka asnjë teori universale për zgjedhjen midis kapitalit dhe borxhit dhe nuk ka asnjë arsye se përse duhet të kemi një të tillë” (Myers, 2001, f. 81).

Ashtu siç sugjeron dhe teoria e kostove të agjencisë, struktura e kapitalit mund të ndikohet nga vendimet menaxhuese të firmës (Myers, 2001). Në rastin e një ndërmarjeje të vogël, sipërmarrësi dhe investitori janë shpesh i njëjti person mbartës i rrezikut financiar, duke eliminuar plotësisht kostot e agjencisë. Ndërsa në rastin e një korporate, pronësia dhe menaxhimi janë të ndarë nga njëri-tjetri, duke e lejuar firmën të vazhdojë operacionet e saj, edhe në qoftë se menaxherët largohen ose zëvendësohen (Brealey dhe Myers, 2003). Sipas Brealey dhe Myers (2003), menaxherët financiarë duhet t'i japin zgjidhje dy pyetjeve themelore: asaj se në cilat aktive duhet të investojë firma (vendimi i buxhetimit të kapitalit) dhe sesi duhen të mbledhen paratë për realizimin e investimeve (vendimi për financimin e firmës). Jensen dhe Meckling (1976) kanë vënë në dukje edhe idenë, se konfliktet e interesit mund të gjenerojnë kosto agjencie, duke ndryshuar kështu vlerën e firmës. Ata kanë studiuar strukturën e pronësisë së korporatës, duke prezantuar dy lloje konfliktesh që menaxherët mund të krijojnë: konfliktin e menaxherëve me aksionerët dhe konfliktin e kreditorëve me aksionerët.

Autorë të ndryshëm kanë studiuar faktorët specifikë të firmës, që ndikojnë në vendimet financiare të saj (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Antoniou et al., 2002; Frank dhe Goyal, 2009), por faktorët e brendshëm të vendit janë po aq të rëndësishëm, sa dhe karakteristikat e firmës në përcaktimin e levës financiare të firmës (Cheng dhe Shiu, 2004). Variablat makroekonomike janë përmendur si faktorë të jashtëm dhe të rëndësishëm, të cilat ndikojnë mbi strukturën e kapitalit të firmave në vende të ndryshme, pavarësisht vëmendjes së pakët që u është kushtuar (Abzari et al., 2012). Është vërejtur se niveli i rritjes së GDP-së, i cili përafërsisht gjendjen e përgjithshme të ekonomisë së një vendi, norma e inflacionit si dhe norma e interesit (e matur nga norma primare e kreditimit) janë konsideruar si faktorë të rëndësishëm, që ndikojnë në mënyrë të konsiderueshme mbi strukturën e kapitalit të firmave (Concorou, 1977; Gulati, 1997; Mateus, 2006; Bas et al., 2009).

Rritja e GDP-së është studiuar nga autorë të ndryshëm (Korajczyk dhe Levy, 2003; Joeveer, 2006) dhe pritet të jetë e lidhur pozitivisht me levën financiare (Joeveer, 2006). Në anën tjetër, rritja e normës së interesit mund të bëjë që firmat të rrisin raportin e borxhit për shkak të përfitimeve nga zbritja e interesave para tatimit ose ta ulin atë për të zvogëluar rrezikun e falimentimit (Abzari et al., 2012). Sipas modelit trade-off, me rritjen e normave të interesit, rritet edhe avantazhi i përdorimit të borxhit (shpenzimet e borxhit

zbriten para tatimit). Kështu firmat do të zgjedhin një nivel më të lartë borxhi, por me rritjen e borxhit, rritet edhe rreziku i falimentimit. Në disa studime të tjera, norma e inflacionit është propozuar gjithashtu si një faktor makroekonomik, i cili përcakton shumën e borxhit të kompanive (Concorou, 1977; Feldstein et al., 1978; Gulati dhe Zantout, 1997; Mateus, 2006; Frank dhe Goyal, 2009; Bas et al., 2009). Në rastet e normës së lartë të inflacionit, firmat mund të zgjedhin borxhin afatshkurtër ndaj kapitalit të vet (Abzari et al., 2012).

Një sërë autorësh kanë vërtetuar se faktorët makroekonomikë kanë një ndikimin të konsiderueshëm mbi financimin e korporatave (Korajczyk dhe Levy, 2003; Joeveer, 2006; Abzari et al., 2012). Ky punim do të analizojë dhe ndikimin e variablave makroekonomike të sipërpërmendura (norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit) mbi strukturën e kapitalit të firmave jotregtare në Shqipëri. Shumica e studimeve teorike dhe empirike mbi strukturën e kapitalit, si në vendet e zhvilluara ashtu edhe në vendet në zhvillim, janë fokusuar tek kompanitë e mëdha publike, ndër të cilat përmendim studimin e Corcoran (1977) në SHBA, të Rajan dhe Zingales (1995) në vendet e G-7, të Mutenheri dhe Green (2002) në Zimbabve, të Frank dhe Goyal (2009) në SHBA, të Gurcharan (2010) në katër vendet e ASEAN-it, të Abzari et al. (2012) mbi firmat tregtare publike në Teheran etj. Por pak studime janë kryer mbi firmat e palistuara, si ajo e Mateus (2006), i kryer mbi firmat e 16 vendeve të Evropës Perëndimore.

Por, siç e dimë, firmat e mëdha të listuara mund ta kenë më të lehtë qasjen në tregjet kombëtare dhe ndërkombëtare financiare. Rezultatet e marra nga këto studime nuk mund ta përgjithësojnë sjelljen financiare të të gjitha firmave, sidomos të firmave shqiptare të cilat nuk janë të listuara dhe nuk kanë të njëjtën qasje në tregjet financiare.

1.2 Problemi i studimit

Shumë studime janë kryer për të provuar vërtetësinë e teorive të strukturës së kapitalit, por ajo mbetet sërish një nga çështjet më të diskutuara në financat moderne të korporatave. Pyetja e Myers (1984, f. 575): “Si e zgjedhin firmat strukturën e tyre kapitale?”, ende ka nevojë për një përgjigje. Për këtë arsye, studime të tjera empirike mbi këtë çështje, janë bërë dhe do të vazhdojnë të bëhen në mënyrë që të sillen fakte të mëtejshme mbi teoritë e strukturës së kapitalit. Studimi i Myers (1984) është një nga më të cituarit në literaturën e gjërë mbi strukturën e kapitalit, i cili e shpjegon financimin e korporatave duke marrë në konsideratë disa nga faktorët specifikë të firmave në vendet e zhvilluara. Ky studim shqyrton faktorët specifikë të firmave dhe faktorët makroekonomikë, të cilat nuk janë marrë në konsideratë nga modeli i Myers (1984).

Në vendet e zhvilluara ekziston një literaturë e gjerë mbi strukturën e kapitalit, por shumë pak studime janë bërë me të dhëna të vendeve në zhvillim. Gjithashtu, studimi empirik i përcaktimit të strukturës së kapitalit në Shqipëri, është thujse inekzistent, pavarësisht rëndësisë së kësaj çështjeje. Nuk ka asnjë provë empirike për t’iu përgjigjur pyetjeve të tilla si:

1. Cila është struktura e kapitalit që përdoret nga firmat në Shqipëri?
2. Cilët janë faktorët që ndikojnë në vendimin e strukturës së kapitalit të firmave shqiptare?
3. A janë faktorët që ndikojnë mbi strukturën e kapitalit të firmave në Shqipëri të njëjta me ato të firmave të vendeve të zhvilluara dhe ato në zhvillim?

4. A ka ndonjë dëshmi mbi ekzistencën e ndryshimeve të rëndësishme në zgjedhjen e strukturës së kapitalit midis industrive shqiptare?
5. A ka dallime në përzgjedhjen e strukturës së kapitalit midis firmave të vogla të mesme dhe të mëdha?

Shumë studime janë përqëndruar në zgjedhjen e nivelit të borxhit, duke sjellë dëshmi të ndryshme (Titman dhe Wessels, 1988; Harris dhe Raviv, 1991; Rajan dhe Zingales, 1995). Këto dallime janë të dy llojeve: (1) shenjat e koeficientëve të regresionit të vlerësuar nga autorët janë të ndryshme; (2) rëndësia statistikore e koeficientëve të regresionit ndryshon nga njëri studim tek tjetri. Për të nxjerrë në pah rezultatet kontradiktore, le të shohim gjetjet e disa prej studimeve:

Rezultatet nga vendet në zhvillim: studimi i Titman dhe Wessels (1988) në SHBA gjeti se trupëzimi i aktiveve, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (psh. amortizimi), rreziku financiar dhe rritja e firmave nuk ndikojnë mbi levën financiare dhe leva (e matur në terma afatshkurtër) rezultoi e lidhur negativisht me madhësinë e firmës. Studimi i Harris dhe Raviv (1991) vërtetoi se leva financiare rritet me trupëzimin e aktiveve, përfitimin tatimor nga shpenzimet joborxh, madhësinë e firmës dhe mundësinë e rritjes dhe leva bie me rritjen e rrezikut financiar dhe përfitueshmërisë. Sipas DeAngelo dhe Masulis (1980) përfitimi që vjen nga përdorimi i shpenzimeve të amortizimit mund të shihet si një alternativë ndaj përdorimit të borxhit. Shpenzimet e amortizimit janë të zbritshme para tatimit dhe nuk paraqesin shpenzime reale në formë monetare, ndërsa përfitimi nga përdorimi i borxhit rezulton nga fakti se interesat e tij zbriten para tatimit. Në këtë mënyrë, nëse një firmë ka nivel të lartë të shpenzimeve të amortizimit, do të ketë një përfitim më të lartë tatimor dhe, si rezultat do të pakësojë nivelet e borxhit. Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh matet si raporti i shpenzimeve totale vjetore të amortizimit ndaj totalit të aktiveve.

Në anën tjetër, studimi i Duca (2012) në Rumani konkludoi se leva ndikohet negativisht nga likuiditeti dhe aktivet e trupëzuara, koeficientët e të cilave rezultuan statistikisht të rëndësishme, ndërsa përfitueshmëria (ROA) dhe madhësia kanë rezultuar si faktorë statistikisht të parëndësishëm.

Studimet e kryera nga autorë të ndryshëm, kanë vërejtur faktorë të ndryshëm të cilët ndikojnë mbi strukturën e kapitalit të firmave.

Përfitueshmëria është një nga variablat më të diskutuara në zgjedhjen e strukturës së kapitalit apo në vendimin e financimit të firmave. Edhe teoritë e strukturës së kapitalit japin interpretime të ndryshme të efektit të përfitueshmërisë në strukturën e kapitalit. Teoria statike trade-off argumenton se lidhja midis dy variablave të sipërpërmendur duhet të jetë pozitive, sepse një përfitueshmëri më e lartë korrespondon me përfitime më të larta ndaj përdorimit të borxhit, si dhe në kosto më të ulëta të rrezikut financiar. Por në anën tjetër, teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se me rritjen e përfitueshmërisë, niveli i borxhit do të ulet (Frank dhe Goyal, 2009). Të dy argumentet e kundërta mbi përfitueshmërinë krijojnë vështirësi në shpjegimin e strukturës së kapitalit të firmave. Marrëdhënia negative e përfitueshmërisë me strukturën e kapitalit është evidentuar nga Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995), Pandey (2001), Antoniou et al. (2002), Huang dhe Song (2004) dhe Frank dhe Goyal (2009). Nga ana tjetër, marrëdhënia pozitive midis përfitueshmërisë dhe strukturës së kapitalit është vërtetuar nga Jensen (1986), Roden dhe Lewellen (1995), Hovakimian et al. (2001) dhe Xu (2012). Studimet e përmendura më sipër janë kryer në vendet e zhvilluara dhe ato në zhvillim dhe rezultatet

e kundërta janë evidentuar në të dy tipet e vendeve. Por, nuk ka prova për efektin e përfitueshmërisë në vendimarrjen mbi strukturën e kapitalit të firmave në Shqipëri.

Bazuar në përmbledhjen e literaturës, efektet e trupëzimit të aktiveve në zgjedhjen e strukturës së kapitalit, tregojnë se struktura e aktiveve është e lidhur në shumicën e rasteve në mënyrë pozitive me vendimin e strukturës së kapitalit. Studime të kryera në vendet e zhvilluara kanë vërtetuar ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe zgjedhjes së strukturës së kapitalit (Myers, 1977; Drobetz dhe Fix, 2003). Ndërsa të tjerë kanë gjetur korrelacione negative midis këtij variabli dhe strukturës së kapitalit (studimi i Daskalakis dhe Psillaki i vitit 2006 i realizuar mbi dy grupe të dhënash për Greqinë dhe Francën).

Autorë të ndryshëm, të cilët kanë studiuar strukturën e kapitalit të firmave në vendet në zhvillim, kanë gjetur rezultate të ndryshme. Kështu studimi i Pandey (2002) në Malajzi dhe studimi i Huang dhe Song (2004) në Kinë, vërtetuan se trupëzimi i aktiveve është i lidhur negativisht me zgjedhjen e strukturës së kapitalit. Edhe teoritë e strukturës së kapitalit janë fokusuar mbi argumentimin e lidhjes midis strukturës së aktiveve dhe strukturës së kapitalit. Kështu teoria statike trade-off argumenton ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe zgjedhjes së strukturës së kapitalit, por teoria e kostove të agjencisë mbështet ekzistencën e një marrëdhënie negative midis dy variablave të sipër përmendura. Teoria më e fundit, ajo e kostove të agjencisë, bazohet në faktin se firmat me nivel të lartë të aktiveve fikse, do të kenë më pak asimetri informacioni, duke qënë se kanë më shumë kapacitet për të emetuar kapital ndaj borxhit.

Likuiditeti është një variabël më e mëvonshëm, i cili është marrë në konsideratë si një faktor i rëndësishëm, i cili ndikon mbi strukturën e kapitalit. Ky variabël është studiuar gjerësisht, veçanërisht në vendet e zhvilluara (Opler et al., 1999; Anderson, 2002; Antoniou et al., 2002). Në studimin e realizuar nga Opler et al. (1999), me të dhëna nga SHBA-ja, rezultoi se midis likuiditetit dhe strukturës së kapitalit ekziston një lidhje negative. Studime të tjera kanë vërtetuar marrëdhënien negative ndërmjet likuiditetit dhe strukturës së kapitalit, si për shembull: studimi i firmave Franceze, Gjermane dhe Mbretërisë së Bashkuar nga Antoniou et al. (2002), dhe studimi i firmave Iraniane nga Shahjahanpour et al. (2010).

Madhësia e firmës është një ndër variablat e studiuar në këtë disertacion, ndërmjet faktorëve të tjerë specifikë të firmave të përmendura më lart. Efekti i këtij variabli mbi strukturën e kapitalit mbetet i paparashikueshëm, edhe pse rishikimi i literaturës mbi këtë çështje vuri në dukje lidhjen pozitive me strukturën e kapitalit (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2003; Daskalakis Psillaki, 2006; Drobetz et al., 2007; Frank dhe Goyal, 2009). Lidhja pozitive është argumentuar nga teoria statike trade-off, e cila ka një interpretim të kundërt nga teoria e rendit të zgjedhjes (Frank dhe Goyal, 2009). Sipas teorisë së rendit të zgjedhjes ekziston një lidhje inverse midis levës financiare dhe madhësisë së firmës. Disa studime kanë evidentuar lidhjen negative ndërmjet madhësisë së firmës dhe strukturës së kapitalit (Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2003) dhe të tjerë kanë argumentuar se madhësia e një firme nuk është faktor statistikisht i rëndësishëm, i cili përcakton strukturën e kapitalit të saj (Titman dhe Wessels, 1988; Mehran, 1992). Përfundime më të mira do të jepen pasi të jetë testuar ndikimi i madhësisë tek struktura e kapitalit e firmave shqiptare.

Rreziku i firmës është një tjetër faktor, i cili nuk ka një trajtim të gjërë nga ana e studiuesve të ndryshëm. Gjithashtu rishikimi i literaturës ofron mënyra të ndryshme të

matjes së këtij variabli i cili është cilësuar dhe si “luhatshmëria e të ardhurave”. Studimet e Titman dhe Wessels (1988), Dincergok dhe Yalciner (2011) si dhe të Paydar dhe Bardai (2012), të realizuara në vende të ndryshme, kanë arritur në përfundime të kundërta në lidhje me ndikimin e rrezikut të biznesit, mbi përcaktimin e strukturës financiare të firmës; dhe ne jemi të interesuar të dimë efektin e tij mbi levën e bizneseve shqipëtare.

Fleksibiliteti financiar është një tjetër variabël, i cili do të merret në konsideratë, për të verifikuar, nëse ai ndikon në mënyrë të rëndësishme në zgjedhjen e strukturës së kapitalit të firmave të marra në studim.

Ekzistenca e shpenzimeve, me natyrë joborxhi, ofron një rrugë alternative për reduktimin e tatimit të firmave, i cili është vërtetuar dhe nga studimi i DeAngelo dhe Masulis (1980). Ata argumentojnë se kursimet marxhinale të korporatave nga një njësi shtesë e borxhit, zvogëlohen me rritjen e shpenzimeve joborxh. Në këtë studim ne do të verifikojmë nëse firmat e përzgjedhura ndjekin teorinë e DeAngelo dhe Masulis (1980), apo, nëse shpenzimet me natyrë joborxhi janë të parëndësishme për të përcaktuar nivelin e kreditimit të tyre.

Variablat makroekonomike janë gjithashtu shumë të rëndësishme në vendimin e strukturës së kapitalit, të cilat janë studiuar sidomos në vitet e fundit nga kërkues të ndryshëm. Këta faktorë janë studiuar kryesisht në shtetet e zhvilluara (studimi i Mateus (2006) mbi firmat e gjashtëmbëdhjetë shteteve të Evropës Perëndimore, apo studimi i Frank dhe Goyal (2007) mbi firmat amerikane) dhe vetëm disa studime janë kryer në vendet në zhvillim (studimi i Mutenheri dhe Green (2002) në Zimbabve, studimi në mbi njëzet e pesë vende në zhvillim nga Bas et al. (2009), studimi i Paydar dhe Bardai (2012) në Malajzi). Në këtë studim do të shqyrtohen tre variabla makroekonomikë: rritja e GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit.

Rezultatet mbi efektin e variablave makroekonomike në zgjedhjen e strukturës së kapitalit janë të ndryshme. Kështu, norma e rritjes e GDP-së në studimin e Bas et al. (2009) është vërtetuar se ka një ndikim pozitiv mbi levën, ndryshe nga studimet e Gurcharan (2010) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011), të cilët treguan se midis këtyre dy variablave ekziston një lidhje negative.

Normat e inflacionit u raportuan se ndikonin negativisht në zgjedhjen e strukturës së kapitalit nga Gulati (1997), Mateus (2006) dhe Bas et al. (2009). Megjithatë, një lidhje pozitive midis të dy variablave u gjet nga Concorou (1977), Taggart (1985) dhe Frank dhe Goyal (2007), ndërsa në studimin e Mutenheri dhe Green (2002) nuk është gjetur asnjë marrëdhënie, statistikisht e rëndësishme midis këtyre dy variablave.

Variabli i tretë makroekonomik, që shqyrtohet në këtë studim, është norma e interesit, i cili është provuar të ketë një lidhje negative në studime të ndryshme mbi strukturën e kapitalit (Antonioni et al., 2002; Dincergok dhe Yalciner, 2011), por pozitive në studimin e Bas et al. (2009). Këta faktorë makroekonomike duhet të shqyrtohen në mjedisin ekonomik shqiptar.

Shumë studime empirike janë kryer, në mënyrë që të shqyrtohen faktorët e sipërpërmendur në vende të ndryshme dhe në kontekste të ndryshme. Në studimet e mëparshme janë përdorur matje të ndryshme për strukturën e kapitalit (levës financiare) si dhe janë përdorur përafrime të ndryshme për matjen e variablave (faktorëve specifike dhe faktorëve makroekonomikë të firmës). Problemi është se, nuk ka studime të kryera në

Shqipëri (shumë pak në Maqedoni ¹) dhe ky studim përpiket të shqyrtojë këtë çështje në ambientin shqiptar.

1.3 Objektivat e studimit

Studimi në përgjithësi ka për qëllim të plotësojë boshllëkun në literaturën empirike, duke shqyrtuar lidhjen midis përdorimit të borxhit dhe faktorëve të ndryshëm, të cilët mund të ndikojnë në vendimin e strukturës së kapitalit të firmave shqiptare. Në mënyrë të veçantë, ky studim synon të arrijë objektivat e mëposhtme:

1. Të shqyrtojë faktorët specifikë, që ndikojnë në vendimin mbi strukturën e kapitalit të firmave të palistuara në Shqipëri.

Për këtë qëllim, janë marrë në konsideratë përfitueshmëria, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh, si përcaktues të strukturës së kapitalit, për të parë ndikimin e tyre mbi strukturën e kapitalit e cila matet në mënyra të ndryshme.

Studime të ndryshme kanë dhënë prova për ekzistencën e një lidhjeje negative ndërmjet strukturës së kapitalit dhe përfitueshmërisë (Myers, 1984; Titman dhe Wessels, 1988; Harris dhe Raviv, 1990; Rajan dhe Zingales, 1995). Por, hulumtime të tjera tregojnë një marrëdhënie pozitive midis levës financiare dhe përfitueshmërisë së firmës (Gosh et al., 2000; Frank dhe Goyal, 2003).

2. Të shqyrtojë faktorët makroekonomikë që ndikojnë në vendimin mbi strukturën e kapitalit të firmave të palistuara në Shqipëri.

Pra, ky studim do të hetojë nëse struktura e kapitalit e firmave shqiptare mund të shpjegohet në mënyrë të rëndësishme nga faktorët bazë të firmës dhe nga faktorët makroekonomikë të vendit tonë. Hulumtime të ndryshme kanë studiuar faktorët specifikë të firmës që ndikojnë në vendimet financiare të kompanisë (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Antoniou et al., 2002; Frank dhe Goyal, 2009), por faktorët e vendit (makroekonomikë) janë gjithashtu shumë të rëndësishëm në parashikimin e strukturës së kapitalit të një firme (Cheng dhe Shiu, 2004).

3. Të shqyrtojë se cila nga teoritë e strukturës së kapitalit shpjegon sjelljen e mënyrës së financimit të kompanive shqiptare.

Midis teorive të strukturës së kapitalit, të cilat janë testuar në mënyrë specifike në këtë studim janë teoria trade-off dhe hipoteza e teorisë së rendit të zgjedhjes. Pra, në fund të disertacionit, do të dalë përfundimi, nëse firmat shqiptare sillen sipas mënyrës së parashikuar nga teoria trade-off, apo teorisë së rendit të zgjedhjes, ose në cilat situata vendimet e tyre financiare janë më shumë të ngjashme me atë që është parashikuar nga teoritë e mësipërme.

4. Të shqyrtojë nëse ka dallime në përdorimin e borxhit të firmave, të cilat bëjnë pjesë në sektorin tregtar ndaj atyre të sektorëve të tjerë.

Për të treguar nëse vendimi financiar i firmës varet nga lloji i sektorit, së cilës ajo i përket, do të përdoret një variabël fals (dummy) për të vërtetuar nëse këto dallime janë statistikisht të rëndësishme. Kështu, studimi i Hovakimian et al. (2001) vërtetoi se firmat

¹ Përmendim studimin e Deari (2012) mbi strukturën e kapitalit të disa kompanive të listuara në Maqedoni, Kroaci dhe Slloveni.

rregullojnë raportin e tyre të borxhit ndaj raporteve mesatare të borxhit të industrisë së cilës ato i përkasin.

5. Të shqyrtojnë nëse faktorët të cilët ndikojnë në strukturën e kapitalit janë të njëjta apo të ndryshme për firmat e vogla të mesme dhe të mëdha. Për këtë qëllim firmat janë grupuar sipas madhësisë së aktiveve dhe totalit të të ardhurave ekonomike të gjeneruara gjatë periudhës së studimit.

1.4 Rëndësia e studimit

Kontributi kryesor i këtij studimi është që të ofrojë njohuri mbi përcaktuesit e strukturës së kapitalit të firmave për një vend në zhvillim si Shqipëria. Kështu, më poshtë, po përmendim disa prej kontributeve kryesore të këtij kërkimi empirik:

1. Ekzistojnë shumë studime mbi strukturën e kapitalit, të cilat janë kryer në vendet e zhvilluara si Shtetet e Bashkuara dhe Evropë (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2009) dhe, më të pakta, janë studimet e realizuara në vendet në zhvillim.
2. Shumica e studimeve janë kryer mbi firmat e listuara (Drobetz dhe Fix, 2003; Agça dhe Mozumdar, 2004; Frank dhe Goyal, 2009) dhe, shumë pak, janë kryer mbi kompanitë e palistuar. Kështu, studimi i Degryse et al. (2009) u fokusua në identifikimin e faktorëve të SME-ve, që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave gjermane.
3. Ky studim zgjeron gamën e literaturës teorike mbi përcaktuesit specifikë të strukturës së kapitalit të firmës, veçanërisht për testimin e disa variablave, si për shembull: likuiditeti, rreziku i firmës, të cilat janë trajtuar më pak nga autorë të tjerë.
4. Shumica e literaturës, e fokusuar në strukturën e kapitalit shqyrton vetëm përcaktuesit specifikë të firmës, pa përfshirë faktorët makroekonomikë (norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit) dhe ndikimin e tyre mbi politikën vendimmarrëse të financimit të biznesit. Rëndësia e faktorëve makroekonomikë dhe ndikimi i tyre mbi levën financiare, është shqyrtuar dhe nga Korajczyk dhe Levy (2003), Gurcharan (2010) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011). Menaxherët e firmave do të preferonin të merrnin në konsideratë kushtet e vendit, si, psh: normën e rritjes së GDP-së, interesin dhe inflacionin, para se të vendosin për financimin e aktiviteteve të tyre (Antoniou et al., 2002).
5. Shumica e studimeve të mëparshme kanë përdorur raportin e totalit të borxhit ndaj totalit të kapitalit ose totalin e borxhit ndaj totalit të aktiveve për të matur levën financiare. Kështu, Pandey (2002) përdori totalin e borxhit ndaj totalit të aktiveve, por në këtë studim nuk është përdorur vetëm borxhi total për të matur strukturën e kapitalit, por edhe raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve si dhe raporti i borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve.
6. Të dhënat e përdorura në këtë studim janë marrë nga raportet financiare zyrtare dhe i përkasin periudhës 2008-2011. Kështu, studimet e realizuara më parë nuk mund të japin të njëjtat rezultate siç mund të japë një studim i kohëve të fundit.
7. Nuk ka studime të mëparshme të publikuara mbi këtë çështje, dhe, që të jenë të fokusuara në identifikimin e faktorëve, që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave shqiptare. Pak studime janë përqëndruar mbi firmat e listuara në Maqedoni.

1.5 Organizimi i kërkimit

Ky disertacioni është i organizuar si më poshtë:

Kapitulli 1 paraqet problemin, objektivat kërkimore dhe rëndësinë e studimit, duke përfshirë disa nga teoritë, problemet dhe rezultatet nga studimet e fundit.

Kapitulli 2 paraqet një vështrim mbi mjedisin makroekonomik, duke u përqëndruar në aspekte të tilla si norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit si dhe norma e kreditimit gjatë periudhës 2008-2011. Gjithashtu paraqitet mjedisi financiar, duke bërë një krahasim midis normave të depozitave, kthimit nga Bonot e Thesarit si dhe normës së kreditimit dhe atij ekonomik të Shqipërisë, në mënyrë që të jepet një tablo më e qartë mbi problematikën e shqyrtuar.

Kapitulli 3 analizon konceptin e levës financiare dhe strukturës së kapitalit, objektivin e maksimizimit të vlerës së tregut nga ana e firmave, strukturën optimale të kapitalit si dhe rishikon literaturën mbi teoritë e strukturës së kapitalit e zhvilluar nga studime të ndryshme. Teoritë kryesore të cilat merren në shqyrtim janë: teoria e Modiglianit dhe e Millerit e vitit 1958, teoria trade-off, teoria e kostove të agjencisë, teoria e asimetrisë së informacionit, teoria e rendit të zgjedhjes², teoria e kohës së tregut si dhe teoria e ciklit të jetës. Gjithashtu në këtë kapitull rishikohet dhe literatura e kaluar empirike, mbi identifikimin e marëdhënieve midis strukturës së kapitalit dhe faktorëve të përzgjedhur për t'u studiuar (faktorët specifikë të firmave, dhe faktorëve makroekonomikë të vendit). Ndër faktorët e shumtë specifikë të firmave të cilat janë analizuar nga autorë të ndryshëm, në këtë studim empirik, janë marrë në shqyrtim kthimi nga aktivet (ROA), kthimi nga kapitali (ROE), trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar si dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh. Ndërsa, ndër faktorët makroekonomikë të vendit, janë marrë në shqyrtim norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit si dhe norma e interesit.

Kapitulli 4 shpjegon në detaje metodologjinë e studimit. Në këtë kapitull do të përcaktohet mënyra e matjes së strukturës së kapitalit si dhe mënyra e matjes së të tëra variablave të analizuara. Gjithashtu, në këtë kapitull, do të shpjegohet metoda e përpunimit të të dhënave, përzgjedhja e modeleve empirike, zhvillimi si dhe testimi i hipotezave kryesore.

Kapitulli 5 paraqet analizën e rezultateve dhe interpretimin e të dhënave të gjetura. Ndër çështjet që do të trajtohen në këtë kapitull, përmendimin diskutimin e statistikave përshkruese, analizën e korrelacionit midis variablave, si dhe rezultatet e regreseve.

Kapitulli 6 paraqet përmbledhjen e rezultateve të kërkimit duke i krahasuar me literaturën e studimeve të mëparshme, të cilat kanë të njëjtat implikime teorike. Përfundimet e bazuara në rezultate janë paraqitur së bashku me kufizimet e studimit dhe orientimet për studimet e ardhshme.

² Kjo teori njihet me emërtimin “pecking order theory”.

2. MJEDISI INSTITUCIONAL

Në këtë kapitull shpjegohet shkurtimisht situata makroekonomike, mjedisi ekonomik dhe klima financiare e bizneseve në Shqipëri. Kuptimi i këtyre faktorëve do të sigurojë një shpjegim më të mirë të rezultateve të marra nga ky studim.

Sigurimi i kapitalit shtesë apo e financimit shtesë në Shqipëri është konsideruar i kushtueshëm për arsye të ndryshme:

Së pari, mungesa e tregjeve të kapitalit bën që burimi i vetëm i sigurimit të kapitalit të mëtejshme është përmes kredive bankare.

Së dyti, në Shqipëri primi i rrezikut, i përcaktuar nga ana e institucioneve financiare, është i lartë sidomos për firmat e reja dhe të vogla.

Kështu, në Shqipëri, interesi i kredive është më i lartë sesa në disa vende të tjera. Në Shqipëri, norma bazë e kreditimit për vitin 2011 ishte 12.4 përqind; e cila është shumë më e lartë se ajo e Maqedonisë (8.9 përqind), Italisë (4.6 përqind), Kanadasë (3 përqind) (Banka Botërore, 2011). Arsyeja e tretë është se Shqipëria ka ndryshuar sistemin e saj ekonomik: nga një ekonomi e centralizuar³ në një sistem liberal prej më shumë se dy dekada. Në këtë periudhë, Shqipëria ka pësuar ndryshime të shumta institucionale, ligjore, fiskale, ekonomike etj.

³ Ekzistenca e regjimit komunist para vitit 1991.

2.1 Mjedisi makroekonomik, financiar dhe ekonomik i Shqipërisë

Gjatë vitit 1990, Shqipëria filloi me shpejtësi transformimet ligjore, institucionale si dhe financiare. Ekonomia u zhyt në kolaps, inflacioni dhe borxhi i jashtëm arriti norma shumë të larta etj. Sektori që pësoi më shumë rënie ishte industria, prodhimi i të cilit ra mbi 40 përqind në vitin 1991, ndërsa shumë prej degëve të saj u mbyllën plotësisht (Ibrahimi dhe Salko, 2001)⁴.

Sipas Raportit të Konkurrueshmërisë Globale 2011-2012, (World Economic Forum, 2011) Shqipëria duket të jetë e klasifikuar më mirë në drejtim të barrës së rregullimit të qeverisë (9), forcës së mbrojtjes së investitorëve (15), numrit të ditëve për të filluar një biznes (9), numrit të procedurave për të filluar një biznes (23)⁵. Por pozita e saj është më e ulët në aspektin e të drejtave të pronësisë (115), disponueshmërisë së shërbimeve financiare (në vendin 108 nga vendi 128 në vitin 2010), lehtësisë në qasjen e kredive (në vendin 121 nga vendi 90 në vitin 2010) dhe në përgjithësi në zhvillimin e tregut financiar (vendi i 107-të nga vendi i 142-të në vitin 2011). Sipas GDP-së, Shqipëria është renditur në vendin e 109-të (në vitin 2011) dhe në vendin e 101-të (në vitin 2010).

Dhe sipas Forumit Ekonomik Botëror (2011), faktorët më problematikë për të bërë biznes në Shqipëri janë: qasja për financim, normat e taksave, korrupsioni, rregulloret tatimore dhe procedurat burokratike të qeverisë.

2.1.1 Mjedisi makroekonomik

Pas regjimit komunist, i cili zgjati më shumë se 50 vjet, Shqipëria ka pësuar shumë ndryshime. Shqipëria ka pasur një normë të lartë të rritjes ekonomike sidomos në dekadën e fundit. Rritja e produktit të brendshëm bruto (GDP-së) është përafërsisht 4.36 përqind gjatë periudhës 2008-2011 dhe instrumentet monetare të Bankës së Shqipërisë janë përdorur kryesisht për të stabilizuar normën e inflacionit si dhe normat e interesit.

Tabela 2.1. Norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e kreditimit në Shqipëri për periudhën 2008-2011

Viti	GDP	INF	INT
2008	7.50%	3.40%	11.75%
2009	3.30%	2.30%	12.46%
2010	3.91%	3.60%	11.29%
2011	2.72%	3.50%	11.17%

Burimi: BSH, “Raporti statistikor mujor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator 2012.

Tabela 2.1 tregon rritjen e GDP-së, normën e inflacionit dhe normën e kreditimit në Shqipëri gjatë periudhës së studimit. Mesatarja e normës së rritjes së GDP-së ishte 4.4 përqind, mesatarja e rritjes së normës së inflacionit ishte 3.2 përqind dhe mesatarja e normës së kreditimit ishte 12.4 përqind, e llogaritur nga viti 2008 deri në vitin 2011.

⁴ Artikull i prezantuar në Konferencën Nacionale të Bankës së Shqipërisë, 2001.

⁵ Shifrat brenda kllapave i referohen renditjes së Shqipërisë sipas zërave përkatës realizuar nga World Economic Forum për vitin 2011.

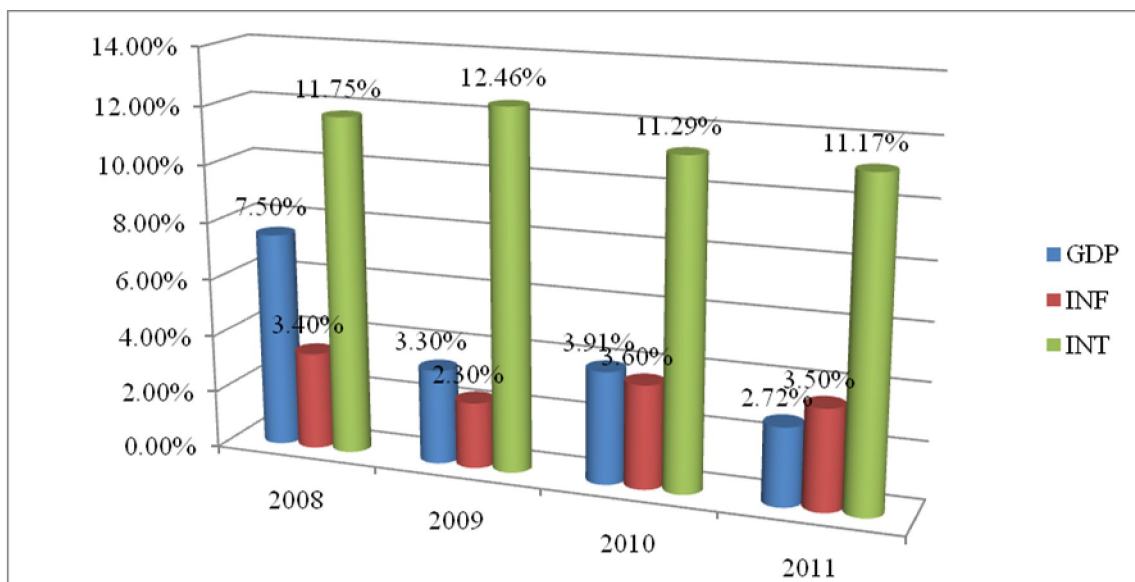


Figura 2. 1. Evolucion i normës së rritjes së GDP-së, normës së inflacionit (INF) dhe normës së kreditimit (INT) në Shqipëri gjatë 2008-2011

Burimi: BSH, “Raporti Statistikor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator, 2012.

Figura 2.1 paraqet në mënyrë grafike evoluimin e normës së rritjes së GDP-së, të inflacionit si dhe të normës së kreditimit në Shqipëri gjatë periudhës 2008-2011. Kështu, gjatë vitit 2011, norma e rritjes e GDP-së ishte vlerësuar rreth 2.7 përqind. Shkalla e rritjes së GDP-së ishte 4.5 përqind më të lartë në tremujorin e parë të vitit 2011, krahasuar me të njëjtën periudhë të vitit 2010, ndërsa në tremujorin e fundit, rritja ekonomike ishte vetëm 1 përqind (Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë, 2011, f. 46).

Rritja ekonomike mbështetet nga aktivitetet kredituese të bankave. Gjatë vitit 2011, për shkak të likuiditeteve të larta nga ana e bankave si dhe të një menaxhimi të kujdesshëm të kredive, normat e kreditimit rezultuan më të ulëta se ato të viteve të mëparshme. Por ende kërkesa për kredi mbetet e vogël dhe, ndër shkaqet kryesore, përmendim faktin se ambienti i përgjithshëm ekonomik në Shqipëri, nuk është shumë favorizues për investime (rritja e GDP-së është vetëm 2.7 përqind në vitin 2011) si dhe forcimin e procedurave të kreditimit nga ana e bankave për financimin e biznesit (Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë, 2011, f. 39). Gjithashtu, norma bazë e interesit në muajt e parë të vitit 2011 u rrit me 0.25 përqind në mënyrë që BSH-ja të ketë nën kontroll normat e inflacionit, por në nëntor të vitit 2011, BSH-ja e uli sërish atë me 0.25 përqind. Pra, norma bazë e interesit në vitin 2011 ishte 4.75 përqind, më e ulëta e kësaj periudhe (Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë, 2011, f. 38). Analiza e bërë nga Banka e Shqipërisë (2011) tregon se arsyet kryesore që çuan në një normë të ulët të inflacionit janë rritja e ngadaltë në pagat e punonjësve të sektorit publik (3.6 përqind në terma vjetore gjatë nëntë muajve të parë të vitit 2011 krahasuar me 8.7 përqind të së njëjtës periudhë të vitit të kaluar), zvogëlimi i të ardhurave monetare nga jashtë vendit gjatë vitit 2011 si dhe ulja e kërkesës për kredi nga ana e sektorit privat gjatë vitit 2011 për shkak të zvogëlimit të aktivitetëve të tyre ekonomike (Banka e Shqipërisë, 2011).

2.1.2 Mjedisi financiar

“Sistemi bankar gjatë socializmit ishte një sistem plotësisht i centralizuar dhe deri në vitin 1976 përbëhej nga një bankë e vetme, Banka e Shtetit Shqiptar, që shërbente në të njëjtën kohë si autoritet monetar dhe si kredituese e ekonomisë. Ndërkohë, roli i saj si ndërmjetës financiar, ishte mjaft i kufizuar, pasi si politika monetare, ashtu dhe shpërndarja e kredisë drejtoheshin sipas një plani të centralizuar. Banka shërbente thjesht si institucion rregjistrues i transaksioneve midis ndërmarrjeve prodhuese” (Cani dhe Hadëri, 2002, f. 3-4)⁶.

Me kalimin në ekonominë e tregut, rëndësi të madhe mori transformimi i sistemit financiar shqiptar. Reformimi i sistemit financiar pati një rëndësi të madhe në stabilitetin makroekonomik, i cili kishte për qëllim rritjen e nivelit të autonomisë së Bankës Qendrore, zhvillimin e tregut monetar, krijimin e një kontrolli më efikas të sistemit etj. (Ibrahimi dhe Salko, 2001).

Ligji i Bankës së Shqipërisë u miratua më 22 prill të vitit 1992, i cili shfuqizoi ligjin e mëparshëm “Për Bankën e Shtetit Shqiptar”. Në Shqipëri operojnë 16 banka shumica e të cilave kanë kapital të huaj.

Sektori financiar shqiptar ende konsiderohet i shëndetshëm dhe pak i prekur nga kriza financiare e vitit 2008, e cila u përhap gjerësisht në vende të ndryshme të zhvilluara. Ndër shkaqet kryesore mund të përmendim menaxhimin e mirë të operacioneve të kreditimit të bizneseve vendore, forcimin e procedurave të kreditimit, kufizimin në kreditim, vendosja e primeve të larta ndaj rrezikut financiar nga ana e bankave etj. Edhe pse sistemi bankar ka arritur të përballojë krizën, kreditë me probleme ndaj totalit të kredive bruto, vlera e kredive joperformuese ndaj vlerës së përgjithshme të portofolit të kredisë, kanë ardhur duke u rritur. Ato janë vlerësuar 14.4 përqind në vitin 2011 krahasuar me 13.9 përqind në vitin 2010 (Banka Botërore, Treguesit e Zhvillimit Botëror, 2011)⁷. Ndërkohë që Banka e Shqipërisë ka deklaruar se niveli i borxhit të keq nga ana e sistemit bankar ka rezultuar 22.5 përqind për vitin 2012 dhe 23.5 përqind për vitin 2013 (Banka e Shqipërisë, 2013).

Tabela 2.2. Interesi i depozitave, kthimi i Bonove të Thesarit dhe interesi i kredive gjatë periudhës 2007-2011

Viti	Interesi i depozitave (me maturitet një vit)	Kthimi i Bonove të Thesarit (me maturitet një vit)	Interesi i kredive (me maturitet një vit)
2007	5.67%	8.26%	11.73%
2008	6.93%	8.56%	11.75%
2009	6.78%	9.14%	12.46%
2010	6.40%	7.09%	11.29%
2011	5.87%	6.95%	11.17%

Burimi: BSH, “Raporti Statistikor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator, 2012.

⁶ Kumtesë e publikuar nga Banka e Shqipërisë, Departamenti i Marrënieve Publike, dhjetor 2002.

⁷ World Bank (2011): World Development Indicators.

Tabela 2.2 krahason interesin e depozitave ndaj kthimit të Bonove të Thesarit si dhe interesit të kredive gjatë periudhës 2007-2011. Kështu, diferenca më e madhe midis kthimit të Bonove të Thesarit dhe interesit të depozitave paraqitet në vitin 2007 me 2.59 përqind (8.26 përqind minus 5.67 përqind) e duke vijuar me vitin 2009 me 2.36 përqind (9.14 përqind minus 6.78 përqind). Ndërsa diferenca më e madhe midis interesit të kredive dhe interesit të depozitave paraqitet në vitin 2007 me 6.06 përqind (11.73 përqind minus 5.67 përqind) e duke vijuar me vitin 2009 me 5.68 përqind (12.46 përqind minus 6.78 përqind).

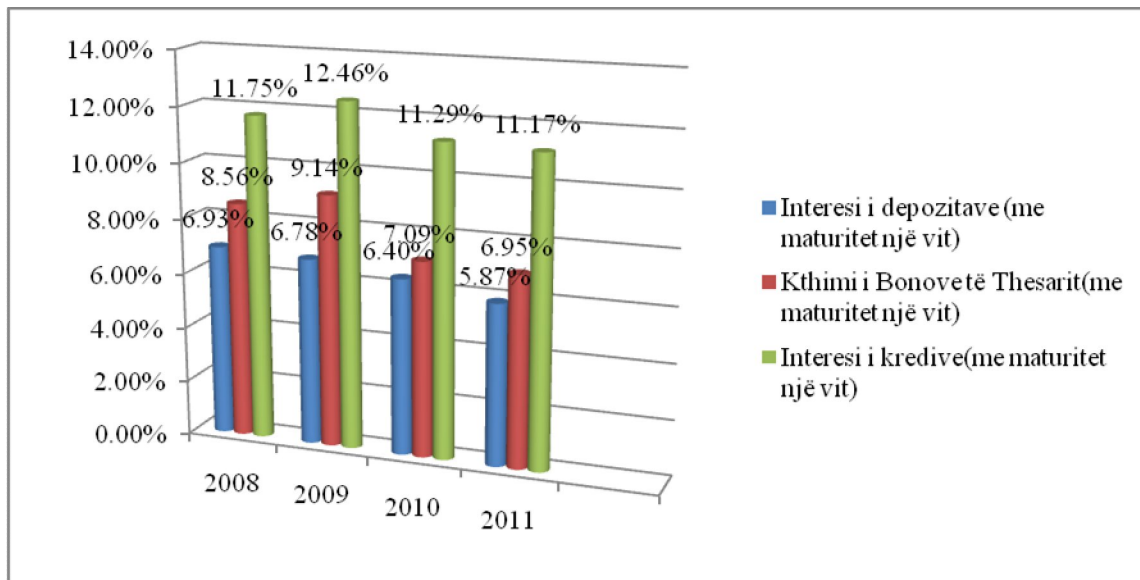


Figura 2.2. Interesi i depozitave, kthimi i Bonove të Thesarit dhe interesi i kredive gjatë periudhës 2007-2011

Burimi: BSH, “Raporti Statistikor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator, 2012.

Figura 2.2 paraqet në mënyrë grafike interesin e depozitave, kthimin nga Bonot e Thesarit si dhe interesin e kredive me maturitet një vit gjatë periudhës 2007-2011. Siç mund të vërehet interesi i kredisë dhe rendimenti i Bonove të Thesarit ka qenë më i lartë gjatë vitit 2009 (përkatesisht 12.46 përqind dhe 9.14 përqind), ndërsa interesi i depozitave ka qenë më i lartë gjatë vitit 2008 (6.93 përqind). Në vitin 2011 kemi një ulje të tre normave të interesit.

Tabela 2.3. Totali i depozitave dhe kredive në Shqipëri gjatë periudhës 2007-2011

Viti	Totali i depozitave (në miliardë ALL)	Rritja e depozitave	Totali i kredive (në miliardë ALL)	Rritja e kredive
2007	602,7	-	293,9	-
2008	619,9	0.03	396,3	0.35
2009	662,4	0.07	440,4	0.11
2010	785,2	0.19	483,1	0.10
2011	875,2	0.11	541,9	0.12

Burimi: BSH, “Raporti Statistikor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator 2012.

Tabela 2.3 paraqet totalin e depozitave, totalin e kredive si dhe përqindjen e rritjes së tyre gjatë periudhës 2007-2011. Siç mund të vërehet nga Tabela 2.3, rritja e depozitave gjatë vitit 2010 ishte 19 përqind, ndërsa rritja e kredisë vetëm 10 përqind. Kjo tregon një menaxhim të kujdesshëm nga ana e sektorit bankar në drejtim të kreditimit të aktiviteteve edhe për vetë faktin, se Banka Qendrore e Shqipërisë ka raportuar një rritje të kredive me probleme në sistemin bankar (Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë, 2011).

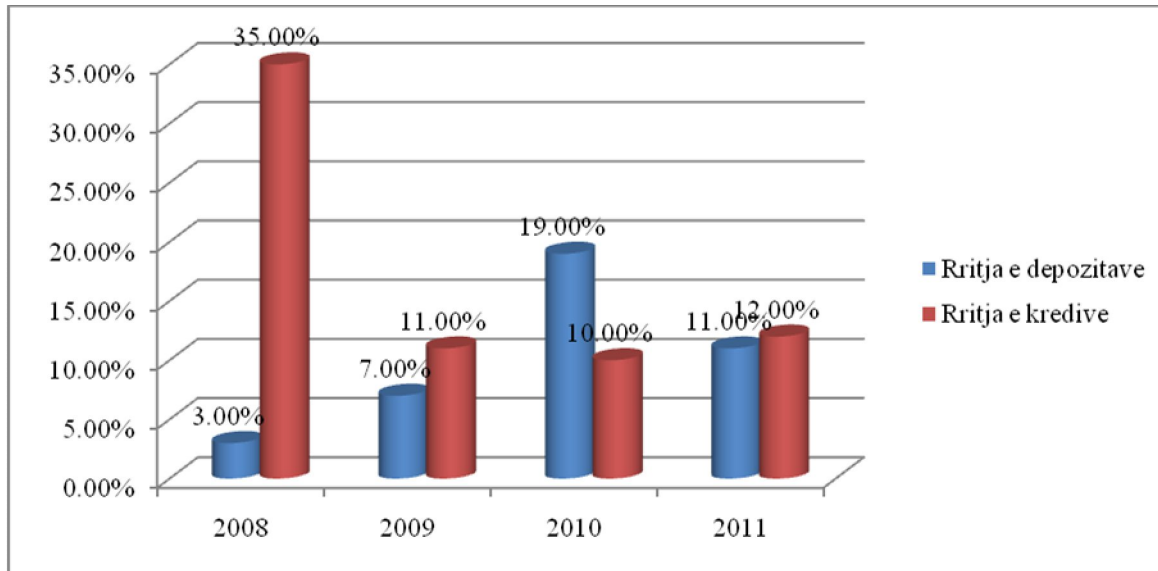


Figura 2.3. Rritja në përqindje e depozitave dhe e kredive në Shqipëri gjatë periudhës 2008-2011

Burimi: BSH, “Raporti Statistikor i Bankës së Shqipërisë”, Shtator, 2012.

Figura 2.3 paraqet rritjen në përqindje të depozitave si dhe të kredive gjatë periudhës 2008-2012. Siç mund të vihet re gjatë vitit 2008, kemi rritjen më të lartë të nivelit të kreditimit (35 përqind) krahasuar me përqindjen e rritjes së depozitave (3 përqind), ndërsa në vitin 2010 kemi rritjen më të lartë të nivelit të depozitave (19 përqind) krahasuar me përqindjen e rritjes së kreditimit (10 përqind). Shohim që në vitin 2011 përqindja e rritjes së depozitave është thajse e njëjtë me përqindjen e rritjes së kreditimit (11 përqind krahasuar me 12 përqind).

2.1.3 Mjedisi ekonomik

Në vitin 2011, kanë qenë aktive 78.431 ndërmarrje. Këto ndërmarrje kanë 280.600 të punësuar, ku 47 përqind e tyre kanë punuar në 1.747 ndërmarrje të cilat kishin 20 e më shumë persona të punësuar. Këto ndërmarrje kanë realizuar 75 përqind të xhiros totale dhe i përkasin kryesisht sektorëve të industrisë dhe të ndërtimit. Ndërmarrjet me 1 deri në 4 të punësuar përfaqësojnë 91 përqind të totalit të ndërmarrjeve. Ata kanë realizuar vetëm 4 përqind të xhiros totale. Ndërmarrjet e vogla janë dominuese sidomos në sektorin e shërbimit (Tabela 2.4).

Table 2.4. Ndërmarrjet, të punësuarit, shifra e afarizmit dhe investimet sipas madhësisë së ndërmarrjeve për vitin 2011

Numri i të punësuarve	Numri i sipërmarrjeve	Numri i sipërmarrjeve në përqindje	Shifra e afarizmit (në miliardë ALL)	Shifra afarizmit në përqindje
1-4	71.313	91%	5,430	4%
5-19	5.371	7%	25,654	20%
mbi 20	1.747	2%	95,157	75%
Totali	78.431	100%	126,241	100%

Burimi: INSTAT, “Rezultatet e Anketës Strukturore të Ndërmarrjeve”, 2011.

Tabela 2.4 paraqet ndërmarrjet, të punësuarit, shifrën e afarizmit dhe investimet sipas madhësisë së ndërmarrjeve për vitin 2011 të realizuar nga INSTAT (2011). Vëmë re se pjesa më e madhe e ndërmarrjeve (91 përqind e totalit) në Shqipëri kanë 1-4 të punësuar duke u pasuar nga ato me 5-19 të punësuar (7 përqind) dhe ato me mbi 20 të punësuar (2 përqind), ndërsa pjesën më të madhe të shifrës së afarizmit e realizojnë ndërmarrjet me mbi 20 të punësuar (75 përqind e totalit).

Table 2.5. Sipërmarrjet, të punësuarit, xhiroja dhe investimet sipas aktiviteteve për vitin 2011

Aktiviteti Ekonomik	Numri	Përqindja	Përqindja e të punësuarve	Shifra e afarizmit (në miliardë ALL)
Prodhuesit e mallrave	13.611	17%	43%	505,087
Industri	9.874	13%	31%	327,830
Ndërtim	3.736	5%	12%	177,258
Prodhuesit e shërbimeve	64.820	83%	57%	859,033
Transporti dhe Komunikimi	9.097	12%	10%	126,908
Tregtia	35.777	46%	26%	655,081
Shërbimet	19.947	25%	20%	77,044
Totali	78.431	100%	100%	1.364,120

Tabela 2.5 (vazhdim). Sipërmarrjet, të punësuarit, xhiroja dhe investimet sipas aktiviteteve për vitin 2011

Aktiviteti Ekonomik	Përqindja e totalit të shifrës së afarizmit	Totali i investimeve (në miliardë ALL)	Përqindja e totalit të investimeve
Prodhuesit e mallrave	37%	84,389	67%
Industri	24%	66,261	52%
Ndërtim	13%	18,128	14%
Prodhuesit e shërbimeve	63%	41,852	33%
Transporti dhe Komunikimi	9%	15,843	13%
Tregtia	48%	13,549	11%
Shërbimet	6%	12,460	10%
Totali	100%	126,241	100%

Burimi: INSTAT, “Rezultatet e Anketës Strukturore të Ndërmarrjeve”, 2011.

Tabela 2.5 paraqet numrin total të sipërmarrjeve të klasifikuara sipas sektorëve të ndryshëm, përqindjen që zënë sipas sektorëve specifike, shifrën e afarizmit si dhe vlerën monetare të investimeve të realizuar prej tyre. Pra në vitin 2011 janë investuar gjithsej afërsisht 126 miliard Lek (126.241 milion Lek). Shifrat tregojnë se prodhuesit e shërbimeve kanë realizuar 63 përqind të xhiros totale si dhe kanë punësuar 57 përqind të totalit të të punësuarve. Prodhuesit e mallrave kanë realizuar afërsisht 505 miliard Lek xhiro gjatë 2011, kanë 17 përqind të numrit të përgjithshëm të ndërmarrjeve si dhe kanë realizuar 67 përqind të totalit të investimeve. Sektori i industrisë ka pasur 52.5 përqind të investimeve totale. Gjatë 2011 janë investuar 126 miliardë Lek. Sektorët e industrisë dhe të ndërtimit kanë realizuar 67 përqind të investimeve, ndërkohë që sektori i tregtisë ka 10.7 përqind të investimeve totale. Në vitin 2011, ndërmarrjet aktive në sektorin e tregtisë janë 45.6 përqind. Ata kanë realizuar rreth 48 përqind të totalit të shifrës së afarizmit. Një rol të rëndësishëm në punësim ka luajtur sektori i industrisë duke punësuar 87.100 persona ose 31.1 përqind të numrit të përgjithshëm të të punësuarve (INSTAT, 2011).

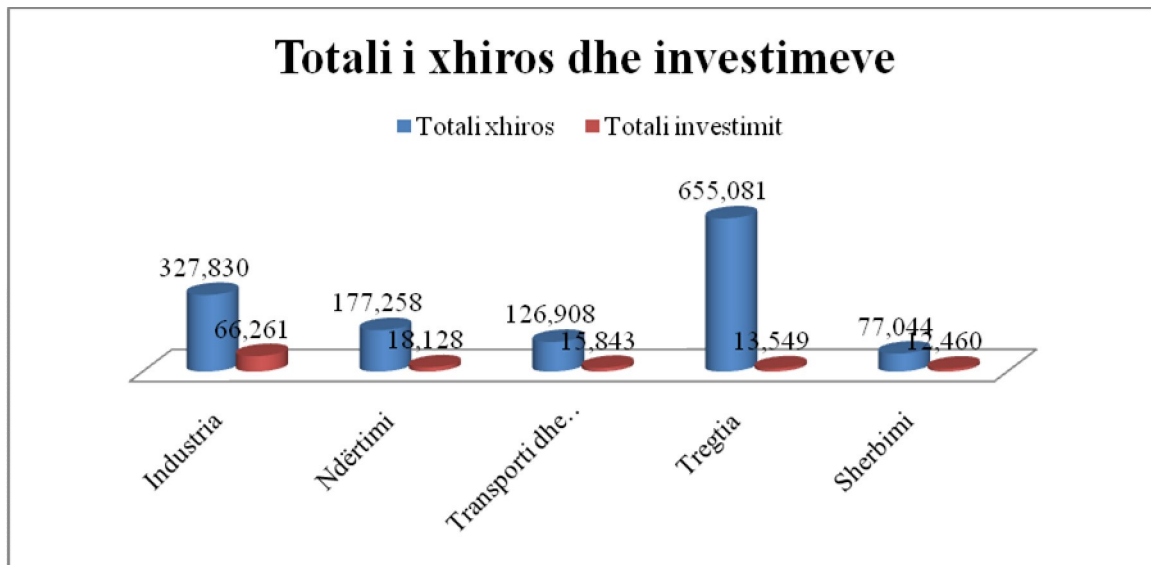


Figura 2. 4. Qarkullimi i përgjithshëm dhe totali i investimeve për disa nga sektorët e ekonomisë në Shqipëri gjatë vitit 2011

Burimi: INSTAT, “Rezultatet e Anketës Strukturore të Ndërmarrjeve”, 2011.

Figura 2.4 paraqet totalin e xhiros si dhe totalin e investimeve të realizuar sipas sektorëve të ndryshëm. Siç e shohim, sektori i tregtisë ka realizuar xhiron më të madhe gjatë vitit 2011 (655.081 miliard Lek), duke u pasur nga sektori i industrisë. Gjithashtu sektori i industrisë ka realizuar më shumë investime (66.261 miliard Lek), duke u pasur nga ai i ndërtimit, transportit dhe komunikimit, tregtisë dhe ai i shërbimeve.

3. LITERATURA E SHQYRTUAR

Në këtë kapitull është paraqitur një përmbledhje e literaturës empirike. Ajo është e ndarë në disa fusha; leva financiare dhe struktura e kapitalit, maksimizimi i vlerës së tregut si objektiv kryesor, struktura optimale e kapitalit dhe kostoja e kapitalit, origjina e strukturës së kapitalit, teoritë e strukturës së kapitalit, faktorët specifikë të firmave (përfitueshmëria, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet me natyrë joborxh) dhe faktorët makroekonomikë (norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe normat e interesit). Gjithashtu në fokus të këtij kapitulli, është dhe shqyrtimi i studimeve të mëparshme mbi faktin nëse struktura e kapitalit varet nga sektori në të cilën bën pjesë firma. Ky kapitull do të përshkruajë sesi problematika e propozuar trajtohet nga studimet e mëparshme të së njëjtës fushë, duke shfaqur çështjet më të rëndësishme që duhen patur në konsideratë mbi strukturën e kapitalit.

3.1 Leva financiare dhe struktura e kapitalit

Leva financiare është pjesa e aktiveve të një firme e financuar me borxh në vend të kapitalit të vet (Brigham dhe Ehrhardt, 2008). Ajo përfshin interesin kontraktual dhe detyrimin mbi shlyrjen e principalit. Përdorimi i levës financiare çon në rritjen e përfitimit të aksionerëve të zakonshëm, për sa kohë që fondet e huazuara gjenerojë një kthim më të madh sesa kostoja e huamarrjes. Përdorimi i borxhit ose i levës financiare e përqëndron rrezikun e biznesit të firmës tek aksionerët e saj, sepse mbajtësit e titujve të borxhit, të cilët marrin pagesa fikse interesi, nuk marrin përsipër asnjë nga rreziqet e biznesit (Brigham dhe Ehrhardt, 2008, f. 572). Sipas Brigham dhe Ehrhardt (2008, f. 565): “Struktura e kapitalit i referohet përzierjes së borxhit dhe kapitalit të firmës”. Firmat mund t’i rrisin fondet nga burimet e jashtme, ose t’i mbajnë fitimet në vend që t’i shpërndajnë ato për aksionerët. Në realitet, struktura e kapitalit mund të jetë më komplekse, duke përfshirë burime të ndryshme financimi.

Shumë studime janë përqëndruar mbi strukturën optimale të kapitalit dhe çdo firmë ka një strukturë optimale, e përcaktuar si përzierja e borxhit, e aksioneve të preferuara dhe e kapitalit të zakonshëm, e cila bën të mundur maksimizimin e çmimit të aksioneve të saj. Në këtë mënyrë një firmë, e cila do të maksimizojë vlerën, do të krijojë një strukturë optimale kapitali dhe më pas do të sigurojë kapital të ri në mënyrë të tillë që ta mbajë strukturën e kapitalit me kalimin e kohës në kufinj të objektivit të paracaktuar (Brigham dhe Ehrhardt, 2008, f. 358). Teori të ndryshme kanë argumentuar vendimet e financimit të një firme. Teorema Modigliani dhe Miller e vitit 1958 përbën bazën e studimeve të mëtejshme mbi strukturën e kapitalit, e cila do të trajtohet më gjerësisht në çështjet në vijim.

3.2 Maksimizimi i vlerës së tregut - objektivi kryesor

Modigliani dhe Miller (1958) kanë identifikuar dy kritere të vendimmarrjes racionale të cilësuar si: (1) maksimizimi i fitimeve dhe (2) maksimizimi i vlerës së tregut. “Në fakt, maksimizimi i fitimit nuk është më një kriter përcaktues për vendimmarrjen racionale. Në kushtet e pasigurisë me çdo vendim të firmës, nuk korrespondon më një rezultat unik fitimi, por një pluralitet rezultatesh reciprokisht ekskluzive, të cilat mund të përshkruhen me anë të një shpërndarje probabilitare subjektive. Rezultati i fitimit, më shkurt, është shndërruar në një ndryshore të rastit dhe si i tillë maksimizimi i saj nuk ka më një kuptim operativ ” (Modigliani dhe Miller, 1958, f. 263).

Pra, sipas MM (1958), pyetja e drejtë për t’u bërë është: “A do të çojë projekti, sapo të financohet, në rritjen e vlerës së tregut të aksioneve të firmës?” (Modigliani dhe Miller, 1958, f. 264). Por sipas Jensen (2001), një firmë nuk mund të maksimizojë vlerën e saj nëse ajo injoron interesat e stakeholdersave të saj. Gjithashtu, Jensen (2001) ka përcaktuar teorinë e grupeve të interesit (stakeholdersave) dhe, sipas tij, kjo teori është plotësisht në përputhje me maksimizimin e vlerës ose sjelljen e kërkimit të vlerave. Kjo teori nënkupton që menaxherët duhet t’i kushtojnë vëmendje të tëra grupeve të interesit të cilat mund të ndikojnë në rritjen e vlerës së firmës.

Brigham dhe Ehrhardt (2008) sugjerojnë se veprimet e firmës, që çojnë në maksimizimin e çmimit të aksioneve themeltare të saj, do të çojnë dhe në përfitimin e shoqërisë për arsye se:

1. Në ditët e sotme pjesa më e madhe e aksionerëve janë vetë shoqëria, pasi kemi një rritje të konsiderueshme të numrit të familjeve, që zotërojnë aksione sidomos të fondeve të pensionit apo shoqërive të sigurimit.
2. Konsumatorët përfitojnë, nëse firma arrin objektivin kryesor, pasi kompania do të përpiqet që të zvogëlojë shpenzimet, të prodhojë mallra me cilësi të lartë dhe të zhvillojë shërbime të reja, për të cilat konsumatorët shfaqin interes që t'i blejnë.
3. Të punësuarit përfitojnë pasi firmat që rrisin çmimet e aksioneve, shtojnë numrin e të punësuarve.

“Vlera e firmës bazohet në rrjedhjet e flukseve monetare, që firma do të gjenerojë në të ardhmen” (Brigham dhe Ehrhardt, 2008, f. 84). Por sipas Martin (2008), maksimizimi i vlerës së aksionerëve nuk ka sjellë gjithmonë maksimizimin e mirëqenies sociale për shkak se:

- Së pari, maksimizimi i vlerës së investuar nga ana e aksionerëve të zakonshëm duhet të jetë ekuivalente me maksimizimin e pasurisë së përgjithshme, të krijuar nga korporata. Përgjigja mbi këtë çështje rezulton nga ajo që ekonomistët i cilësojnë si kostot e agjencisë së firmës (Jensen dhe Meckling, 1976). Ideja është se vetëm aksionerët e firmës janë pretenduesit finalë dhe interesat ekonomike të të gjithë aktorëve të tjerë janë të mbrojtura me anë të kontratave. Por, në realitet, pretendimet e palëve joaksionere nuk janë plotësisht të mbrojtura me kontratë. Pra, nëse drejtuesit e firmës rrisin rrezikun e përgjithshëm të biznesit, si dhe nëse kreditorët e firmës nuk janë në gjendje që të rregullojnë kushtet e kontratës së kredive të tyre në përshtatje me rrezikun shtesë, janë aksionerët ato të cilët do të jetë përfituesit e një transferimi pasurie. Ky transferim pasurie nuk sjell përfitim neto për shoqërinë, por është e qartë që sjell dobi për aksionerët e zakonshëm të firmës në dëm të kreditorëve të saj.

- Së dyti, maksimizimi i pasurisë së krijuar nga firma duhet të jetë i barabartë me maksimizimin e mirëqenies sociale. Ekzistojnë anëtarë të shoqërisë të cilët ndikohen nga veprimet e firmës dhe që nuk kanë asnjë pretendim kontraktual mbi fitimet e korporatës. Ato mund të vuajnë nga pasojat e eksternaliteteve të ndryshme, ose të efekteve anësore të veprimtarisë së firmës si psh. ndotja e ajrit nga ana e fabrikave, e cila përbën kosto për të tërë shoqërinë.

Ka dy përgjigje të mundshme për problemin e eksternaliteteve. Problemi i parë mbështetet në tregjet private dhe i dyti tek qeveria. Zgjidhja nga ana e tregut privat u propozua nga laureati i çmimit Nobel Ronald Coase në vitin 1960. Sipas Coase (1992, f. 717), “...në një regjim pa kosto transaksioni, me supozimin e teorisë standarde ekonomike, negociatat midis palëve do të çojnë në ato marrëveshje, të cilat do të maksimizojnë pasurinë dhe kjo pavarësisht nga përcaktimi fillestar i së drejtës”. Pra Teorema Coase propozon se aty ku humbjet dhe fitimet nga eksternalitetet i përkasin dy palëve të ndryshme, ata mund të negociojnë, për të arritur rezultatin e dëshiruar për shoqërinë.

3.3 Struktura optimale e kapitalit dhe kosto e kapitalit

Vlera e një biznesi, e bazuar në kushtin e vijimësisë, është vlera aktuale e të gjitha flukseve të parave që priten të gjenerohen në të ardhmen të krijuara nga aktivet si dhe të skontuara me koston mesatare të ponderuar të kapitalit të kompanisë (WACC) (Brealey dhe Myers, 2003, f. 222). Kostoja e kapitalit të kompanisë (WACC) është përcaktuar si kthimi i pritshëm i një portofoli, i cili përmban të gjitha letrat me vlerë ekzistuese të kompanisë. “WACC-ja përdoret për të skontuar flukset monetare të projekteve që kanë rrezik të ngjashëm me atë të firmës në tërësi” (Brealey dhe Myers, 2003, f. 531). WACC-ja zakonisht përdoret si një normë skontimi për të vlerësuar investimet kapitale. Por nganjëherë ajo përdoret si një normë skontimi për vlerësimin e tërë kompanisë. Për shembull: menaxheri financiar mund të kenë nevojë që të vlerësojë një kompani të caktuar për të vendosur, nëse do të vijojë më tej me procesin e shkrirjes me të.

“Struktura e kapitalit të shenjestruar është ai kombinim i burimeve afatgjata të financimit që do të çojë në minimumin e WACC-së dhe që rrjedhimisht do të çojë në maksimizimin vlerës së tërë biznesit” (Brealey dhe Myers, 2003, f. 231). Kostoja e borxhit pas tatimit është e barabartë me:

$$Kb = \text{Kosto e borxhit pas tatimit} = ib * (1 - T)$$

Ku: ib = interesi i borxhit, T = norma tatimore marxhinale.

Kur kompanitë skontojnë një projekt me rrezik, ata nuk e përdorin koston e kapitalit të kompanisë siç e kemi llogaritur. Ata përdorin koston pas tatimit të borxhit për të llogaritur koston mesatare të ponderuar të kapitalit pas tatimit (WACC) e cila jepet nga formula:

$$WACC = \sum_{i=1}^N Pi * Ki$$

Ku: Pi = pesha e burimit i , Ki = kostoja e burimit i , N = numri i burimeve të financimit. Nëse firma përdor vetëm dy lloje të burimeve të financimit ne përdorim formulën si më poshtë:

$$WACC = \frac{B}{B + K} * Kb + \frac{K}{B + K} * Kk$$

Ku: B = borxhi, K = kapitali i vet, Kb = kosto e borxhit pas tatimit, Kk = kostoja e kapitalit të vet.

Myers (1984) ndërmerr një tjetër pozicion në krahasim me studimet e mëparshme duke thënë se teoritë e ndryshme të strukturës së kapitalit nuk shpjegojnë mënyrën e financimit të firmave, dhe duket i pavend këshillimi i firmave mbi përcaktimin e strukturës optimale të kapitalit, në kohën kur jemi kaq larg shpjegimit të vendimeve aktuale. De Wet (2006) vërtetoi se struktura financiare që rezulton me WACC-në më të ulët, do të çojë në maksimizimin e vlerës së firmës. Pra, në bazë të studimit të tij, ai identifikoi një korrelacion pozitiv midis rritjes së vlerës së firmës dhe nivelit optimal të levës financiare duke treguar sesi vlera e një firme mund të rritet me rritjen e niveleve të borxhit.

Myers (2001) në studimin e tij mbi strukturën optimale të kapitalit, konkludoi: “Nuk ka asnjë teori universale të zgjedhjes midis borxhit dhe kapitalit dhe nuk ka arsye të pritët një e tillë” (Myers, 2001, f. 81). Hovakimian et al. (2001) arrijnë në përfundimin se ndikimi i përfitueshmërisë në raportin e borxhit dhe në zgjedhjen midis borxhit dhe kapitalit, është në përputhje me sjelljen e teorisë së rendit të zgjedhjes në periudha afatshkurtra, ndërsa në periudha afatgjata ndodh një rishikim i raportit të borxhit të shenjestruar. Kjo tregon që firmat nuk e konsiderojnë teorinë e rendit të zgjedhjes dhe teorinë trade-off, si reciprokisht përjashtuese të njëra-tjetrës duke mbështetur ekzistencën e “versionit të përgjithësuar të teorisë trade-off” (Fama dhe French, 2002).

3.4 Origjina e strukturës së kapitalit

“Kur është fjala mbi çështjen e strukturës së kapitalit midis dijetarëve të financave, ka pasur gjithmonë debate” (Roshan, 2009, f. 1). Studime të ndryshme janë realizuar mbi teorinë e strukturës së kapitalit, duke filluar me teorinë moderne të Modigliani dhe Miller e vitit 1958 e duke vazhduar me ato më të fundit. Gjithashtu, disa prej tyre janë përqëndruar në përparësitë tatimore të interesave të borxhit⁸, zgjedhjen e nivelit të borxhit, si një sinjal i cilësisë së firmës⁹, kostot agjencisë së borxhit¹⁰ dhe avantazhet e borxhit në kufizimin e lirisë së drejtuesve¹¹. Në vijim do të trajtojmë më në detaje teorinë Modigliani dhe Miller (1958) të strukturës së kapitalit.

3.4.1 Teoria Modigliani dhe Miller

Nën kushte të caktuara, vlera e një firme nuk ndikohet nga fakti sesi është e financuar ajo (Modigliani dhe Miller, 1958). Por duke përfshirë efektin e taksave, firmat duhet të përdorin borxh sa më shumë, që të jetë e mundur (Modigliani dhe Miller, 1963).

Një firmë mund të zgjedhë nëse për të financuar aktivitetet e saj do të përdorë fondet e gjeneruara brenda firmës, emetim borxhi, emetim kapitali, apo një kombinim të tyre. Teorema Modigliani dhe Miller e vitit 1958 formon bazën e të menduarit modern mbi strukturën e kapitalit (Ibrahimio dhe Barros, 2010, f. 1; Fernandez, 2012, f. 2).

Modigliani and Miller (1958), për të realizuar studimin e tyre, morën të dhëna nga 43 kompani të shërbimeve elektrike gjatë periudhës 1947 dhe 1948 si dhe të dhëna nga 42 kompani të naftës gjatë vitit 1953, për të vërtetuar nëse kostoja e kapitalit ndikohet nga struktura e kapitalit. Në këtë mënyrë, ata argumentuan se, nëse një firmë do që të rrisë vlerën e saj, mund ta realizojë vetëm në anën e majtë të bilancit, duke investuar në aktive me NPV (vlerë aktuale neto) pozitive. Sipas studimit të Modigliani dhe Miller (1958), vendimi mbi strukturën e kapitalit është i parëndësishëm dhe financimi i brendshëm dhe

⁸ Duke filluar me studimin e Modigliani dhe Miller të vitit 1963.

⁹ Duke filluar me studimin e Ross të vitit 1977.

¹⁰ Studimet e Jensenit dhe Meckling (1976) dhe Myers (1977).

¹¹ Studimi i Jensen i vitit 1986.

ai i jashtëm mund të jenë zëvendësuese të përsosura të njëri-tjetrit. Le të shohim shkurtimisht këto dy propozime¹²:

Propozimi MM (1958) I thekson se: “Vlera e tregut e çdo firme është e pavarur nga struktura e saj e kapitalit dhe jepet nga kapitalizimi i kthimit të pritur me një normë ‘pk’ të përshtatshme për klasën e saj” (Modigliani dhe Miller, 1958, f. 268). Pra, sipas MM (1958) kostoja mesatare e kapitalit të firmës është e pavarur nga struktura e kapitalit dhe është e barabartë me normën e kapitalizimit të një firme të financuar me kapital të saj në varësi të klasës së rrezikut që i përket (grupi i firmave kthimet e të cilave janë në proporcion me njëra-tjetrën).

Propozimi II i MM (1958) thekson se: “Kthimi i pritshëm nga një aksion është i barabartë me normën e kapitalizimit ‘pk’, plus një prim që varet nga rreziku financiar i firmës ...”(Modigliani dhe Miller, 1958, f. 271). Nën kushtet e tregut perfekt të kapitalit Modigliani dhe Miller (1958), arritën në dy konkluzione: ‘Propozimi’ i tyre i parë ishte se vlera e një kompanie nuk ndikohet nga struktura e saj e kapitalit. ‘Propozimi’ i tyre i dytë theksoi se kostoja e kapitalit për një firmë me borxh është e barabartë me koston e kapitalit të një firme pa borxh, plus një prim shtesë për rrezikun financiar.

Modeli Modigliani dhe Miller (1958) mbi strukturën e kapitalit u zhvillua mbi bazën e një sërë supozimesh. Një supozim i rëndësishëm, por jo realist e teoremës Modigliani dhe Miller është se tregjet e kapitalit janë të përsosura. Kjo nënkupton se firmat nuk kanë asnjë kufizim për të siguruar fonde. Më poshtë po përmendim supozimet bazë të teorisë MM (1958):

1. Taksat përjashtohen nga modeli që do të thotë se nuk ka asnjë taksë mbi të ardhurat e korporatave dhe mbi të ardhurat personale. Por ky supozim nuk u mor më vonë parasysh nga studimet e Modigliani dhe Miller (1963) dhe Miller (1977). Studimi i Modigliani dhe Miller (1963) përfshiu efektin e taksave ndërsa ai i Miller (1977) përfshiu të dy llojet e taksave: taksat e korporatave dhe taksat personale.
2. Ekzistojnë tregje perfekte kapitali pa kosto të transaksioneve dhe pa kosto të falimentimit. Një kosto transaksioni ndërmerret për realizimin e një shkëmbimi ekonomik dhe kjo shpjegohet nga teorema Coase (Coase, 1960¹³; Coase, 1992). Duke i'u referuar artikujve të Coase, Allen (1999) jep përkufizimin e teoremës Coase: “Në mungesë të kostove të transaksionit, alokimi i burimeve është i pavarur nga shpërndarja e së drejtave të pronësisë” (Allen, 1999, f. 897). Ndërsa kostot e falimentimit rezultojnë nga rritja e probabilitetit të falimentimit. Kostot e falimentimit mund të jenë direkte (duke përfshirë kostot e avokatëve, tarifat e kontabilistëve apo vlerën e kohës së menaxherëve e harxhuar gjatë administrimit të procesit të falimentimit) ose indirekte (duke përfshirë shitjet e humbura, fitimet humbura apo paaftësinë për të marrë kredi) (Warner, 1977).
3. Mundësia simetrike për t'u përfshirë në tregjet e kredive (dmth. firmat dhe investitorët mund të marrin apo të japin hua me të njëjtin normë interesi, e cila është e barabartë me normën pa risk) dhe ekzistenca e investitorëve racionalë. Teoria

¹² Propozimet e Modigliani dhe Miller u shtjelluan në mënyrë të detajuar në artikullin “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, të botuar nga *American Economic Review*, qershor 1958.

¹³ Teorema e Ronald H. Coase e vitit 1960 u publikua në *Journal of Law and Economics* me titullin “The Problem of Social Cost”.

ekonomike supozon se njerëzit janë agjentë të cilët marrin vendime racionale dhe objektive për të përfituar maksimalisht nga mundësitë që i'u ofrohen.

4. Politikat financiare të firmave nuk shfaqin asnjë informacion, ose ekzistenca e informacionit simetrik (personat brenda firmës nuk kanë më tepër informacion, apo nuk kanë informacion më të mirë sesa personat jashtë firmës). Ky supozim u sfidua nga Myers (1984) dhe Myers dhe Majluf (1984), të cilët zhvilluan teorinë e rendit të zgjedhjes të strukturës së kapitalit. Ata argumentuan se për shkak të ekzistencës së informacionit asimetrik midis menaxherëve (pala e brendshme) dhe investitorëve (pala e jashtme) në lidhje me vlerën e aktiveve, firmat ndjekin një rend të veçantë për të financuar aktivitetet e tyre.
5. Të gjitha firmat operojnë në të njëjtën klasë rreziku (një grup firmash me nivele të njëjta të të ardhurave në të gjitha shtetet e botës).
6. Nuk ka rritje në të ardhurat e korporatave, e cila nënkupton që të gjitha fitimet paguhet në formën e dividendëve ndaj aksionerëve.
7. Të gjitha letrat me vlerë të emetuara nga firmat janë të përjetshme, i cili përfaqson një instrument financiar që ofron pagesa, të cilat vazhdojnë përgjithmonë.
8. Menaxherët veprojnë për të maksimizuar pasurinë e aksionerëve. Ky supozim u sfidua nga studimi Jensen (1986), i cili paraqiti teorinë e agjencisë të strukturës së kapitalit.

Kështu, Modigliani and Miller (1958) arritën në përfundimin se kostoja e kapitalit dhe struktura e kapitalit janë të pavarura nga vlera e firmës. Studimi MM (1958) tregoi se kostoja kapitalit rritet në një mënyrë të tillë, që të kompensojë plotësisht përdorimin e financimit me borxh, duke siguruar një kosto mesatare të kapitalit (WACC) konstante, pavarësisht politikave financiare të kompanisë. Modigliani dhe Miller (1958) thekson se vendimet financuese të firmës janë të ndara nga vendimet e saj të investimit, sipas supozimit të ekzistencës së tregut të përsosur. Në realitet tregjet e përsosura të kapitalit nuk ekzistojnë dhe, për këtë arsye struktura e kapitalit është e rëndësishme, si dhe vendimet e financimit dhe vendimet e investimit janë pikat kyçe për menaxherët financiarë (Brealey dhe Myers, 2003). Gjithashtu, në artikullin e Jou dhe Lee (2004), u theksua se ekzistojnë katër burime të papërsosmërisë së tregut, që mundësojnë lidhjen e këtyre dy vendimeve së bashku: 1-emetimi i kapitalit të ri ka kosto dhe riblerja i tij më vonë është më e kushtueshme. 2-interesat e borxhit janë të zbritshme para tatimit. 3-konfliktet e interesit midis kapitalit dhe mbajtësve të borxhit mund të lindin për shkak se kapitali ka përgjegjësi të kufizuar. 4-ka kosto të caktuara që lidhen me mundësinë e falimentimit (Jou dhe Lee, 2004, f. 1218).

Analiza e Modiglianit dhe Millerit e vitit 1958 u zgjerua për të përfshirë efektin e taksave dhe rrezikun e borxhit. Modigliani dhe Miller (1963), i njohur dhe si MM II, propozoi që firmat duhet të përdorin sa më shumë borxh, që të jetë e mundur. Kompanitë kanë një avantazh në përdorimin e borxhit në vend të përdorimit të kapitalit të brendshëm, pasi ata mund të përfitojnë nga zbritja e interesave të borxhit para përlllogaritjes së tatimit. Kështu, struktura optimale, duhet që të mos ketë fare kapital të vet si dhe duhet të jetë e përbërë plotësisht me borxh, për shkak të trajtimit preferencial nga ana tatimore e borxhit në raport me kapitalin e vet. Për shembull, në SHBA, gjatë periudhës së studimit të MM II, pagesat e interesit mbi borxhin u përjashtuan nga taksat e korporatave. Si pasojë, duke zëvendësuar kapitalin me borxh, firma gjeneron një teprice nga ulja e

pagesave të taksave ndaj qeverisë. Firmat më pas mund ta kalojnë këtë suficit tek investitorët në formën e një kthimi më të lartë.

“Kjo do të thotë ndër të tjera, se avantazhet e financimit me borxh, janë disi më të larta nga ajo që u sugjerua në fillim dhe, në këtë rast, diferenca sasiore midis vlerësimit tonë dhe asaj të pikëpamjes tradicionale është ngushtuar. Sipas analizës sonë, është ende e vërtetë, se avantazhet tatimore të borxhit mbeten avantazhe të përhershme...” (Modigliani dhe Miller, 1963, f. 433-443).

Pra, Modigliani dhe Miller (1963) argumentojnë se ndryshimi në raportin midis borxhit dhe kapitalit nuk ndikon në vlerën e firmës, por duke marrë në konsideratë efektin e tatimit dhe kostot e tjera të transaksionit, atëherë ata arrijnë në dy përfundime: nëse borxhi rritet, atëhere kostoja e kapitalit (WACC) ulet dhe, nëse borxhi rritet, atëhere dhe kostoja e kapitalit rritet për shkak të rrezikut më të lartë të falimentimit të firmës.

Miller (1977), përfshiu në studimin e tij dy lloje taksash (taksat e korporatave dhe taksat progresive personale), duke arritur në përfundimin se, nëse një firmë rrit raportin midis borxhit dhe kapitalit, mund të gjenerojë të ardhura më të larta pas taksave dhe këto të ardhura shtesë, do të rezultojnë në pagesa më të larta ndaj aksionerëve dhe mbajtësve të obligacioneve, pa ndryshuar vlerën e firmës. Në këtë rast, borxhi zëvendëson kapitalin e vet dhe pagesat e firmave në formën e interesit mbi borxhin rriten, krahasuar me pagesat në formën e dividendëve ndaj aksionerëve. Rritja e taksave mbi interesat e borxhit ndaj taksave mbi dividendët apo fitimit kapital, redukton ose eliminon përparësinë e financimit me anë të borxhit. “Më lejoni së pari, të shpjegoj se ku mendoj, se modeli i strukturës optimale e kapitalit është i gabuar. Nuk është se unë besoj, që nuk ka asnjë kosto ndaj përdorimit të borxhit. Shpenzimet e falimentimit dhe kostot e agjencisë vërtet ekzistojnë, ashtu siç janë vërejtur në disa pika të artikullit original të vitit 1958. Por këto kosto mbeten të ulëta, në raport me kursimin tatimor, të përfutur nga përdorimi i borxhit” (Miller, 1977, f. 262).

Studimi i DeAngelo dhe Masulis (1980) shqyrtoi modelet tatimore dhe sugjeroi se, me ekzistencën e amortizimit apo zhvlerësimit, çdo firmë do të ketë “një vendim të brendshëm optimal mbi levën financiare” (DeAngelo dhe Masulis, 1980, f. 3). Pra, sipas tyre, vlerësimi i firmës dhe efektet tatimore në përdorimin e borxhit mbi strukturën e kapitalit, janë të paqarta.

Ndërsa sipas Miller (1988), vlera e firmës, nuk është e pavarur nga raporti i borxhit ndaj kapitalit, i cili përcakton dhe strukturën e kapitalit. Për shkak të zbritjes së interesave të borxhit para tatimit, vlera e aksioneve do të rritet, me rritjen e raportit të borxhit, duke arritur në përfundimin se struktura optimale e kapitalit mund të jetë e gjitha e përbërë me borxh (Miller, 1988).

3.5 Teoritë e strukturës së kapitalit

Studime të ndryshme mbi strukturën e kapitalit, janë përqëndruar në trajtimin e një sërë teorish, duke përfshirë teorinë trade-off, teorinë e kostove të agjencisë, teorinë e sinjaleve, teorinë e rendit të zgjedhjes, teorinë e kohës së tregut si dhe teorinë e ciklit të jetës. Këto teori janë shpjeguar në vijim:

3.5.1 Teoria trade-off

Duke përfshirë papërsosmëritë e tregut, firmat përpiqen që të arrijnë një raport optimal midis borxhit dhe kapitalit, e cila çon në maksimizimin e vlerës së saj, duke “tregtuar” avantazhet e borxhit, përkundrajt disavantazheve të tij. Pra, firma do të vendosë një raport të targetuar të borxhit dhe gradualisht do të përpiqet drejt arritjes së tij (Myers, 1984).

Një nga supozimet kryesore të modelit Modigliani dhe Miller (1958), është mungesa e taksave. Teoria trade-off është një zhvillim i mëtejshëm i teoremës Modigliani dhe Miller (1958), por duke marrë në konsideratë efektet e taksave si dhe të kostove të falimentimit. Kjo teori është konsideruar si hapi i parë drejt zhvillimit të shumë teorive të tjera, të cilat kanë argumentuar mënyrën sesi firmat zgjedhin strukturën e tyre të kapitalit. Gjithashtu teoria trade-off mund të përdoret, për të përshkruar sesi firmat përdorin taksimin për të manipuluar përfitueshmërinë e tyre, përmes zgjedhjes së një niveli optimal borxhi. Por rritja e nivelit të borxhit, nga ana tjetër, rrit rrezikun e falimentimit ose, siç shpesh quhen, kostot e falimentimit. Kjo ndodh pasi me rritjen e raportit të borxhit, kreditorët do të kërkojnë norma më të larta interesi, por edhe aksionerët do të pretendojë fitime më të larta për investimet e tyre (Brealey dhe Myers, 2003, f. 508-509). Sipas Brealey dhe Myers (2003), menaxherët e konsiderojnë vendimin e financimit të firmës si një “tregtim” midis avantazheve, që ofron zbritja e interesit para tatimeve, dhe rritjes së kostove të falimentimit nga përdorimi i borxhit. Kompanitë me nivel të lartë të aktiveve fikse si dhe me nivel të lartë të të ardhurave të tatueshme, duhet të kenë raporte të larta të borxhit të synuar. Kompanitë me humbje, me nivel të lartë të aktiveve jomateriale duhet të mbështeten kryesisht në financimin e aktiviteteve të tyre me anë të kapitalit. Nëse supozojmë se nuk ka kosto shtesë për të ndryshuar strukturën e kapitalit, atëherë çdo firmë duhet të ketë gjithmonë një raport borxhi sa më afër nivelit të saj të synuar (Brealey dhe Myers, 2003).

Sipas teorisë trade-off, menaxheri duhet të zgjedhë atë raport borxhi, i cili maksimizon vlerën e firmës (Brealey dhe Myers, 2003, f. 498). Pra, struktura e kapitalit të kompanive duhet të jetë afërsisht e barabartë me raportin e targetuar të borxhit, ku përfitimi nga zbritja e interesave të borxhit para tatimit maksimizohet, ndërsa kostot e falimentimit nga përdorimi i borxhit minimizohen. Formula e llogaritjes së vlerës së firmës jepet si më poshtë:

$$V = B + K = VK + VA - KF$$

Ku: V=vlera e firmës, B=borxhi, K=kapitali, VK = vlera e korporatave e financuar me kapital, VA = vlera aktuale e tatimeve të ardhshme të kursyera për shkak të zbritjeve tatimore të normave të interesit, KF = kostot e falimentimit (vlera aktuale e kostove të ardhshme që rezultojnë nga rreziku i përdorimit të borxhit).

Prezantimi i teorisë statike trade-off është dhënë nga Bradley et al. (1984), të cilët arritën në përfundimet e mëposhtme:

1. Një rritje e kostove të falimentimit ul nivelin optimal të borxhit, pasi rritja e rrezikut të falimentimit të biznesit do të çojë në tkurrjen e sasisë së borxhit shtesë.

2. Një rritje e shpenzimeve me natyrë joborxhi si, psh. rritja e amortizimit ul nivelin optimal të borxhit. Në këtë rast firmat për të ulur tatimin e tyre, do të rrisin përdorimin e këtyre lloj shpenzimesh ndaj shpenzimeve të interesave.
3. Një rritje në normën e tatimit mbi të ardhurat personale ndaj tatimit mbi të ardhurat e kapitalit do të rrisë nivelin optimal të borxhit. Kështu rritja e tatimit mbi të ardhurat personale psh. ndaj dividendëve favorizon përdorimin e borxhit interesat e së cilit janë të zbritshme para tatimit.
4. Një rritje në normën marxhinale të tatimit ndaj kreditorëve zvogëlon nivelin optimal të borxhit.
5. Marrëdhënia midis borxhit dhe paqëndrueshmërisë së të ardhurave është negative, pasi rritja e paqëndrueshmërisë së të ardhurave ndikon në rritjen e rrezikut të firmës, duke bërë që niveli i borxhit të ulet.

Kjo teori është kritikuar pasi mbështetet në supozimin e një tregu perfekt kapitali (Myers, 1984). Gjithashtu, teoria parashikon që firmat fitimprurëse, në mënyrë që të maksimizojnë përfitimin nga tatimi, duhet të kenë nivele më të larta borxhi.

Gjatë viteve teoria bazë ka pësuar modifikime të ndryshme duke marrë formën e teorisë statike trade-off dhe teorisë dinamike trade-off, të cilat shpjegohen në vijim:-

Teoria statike trade-off e strukturës së kapitalit supozon se firma balancon vlerën aktuale marxhinale të përfitimeve tatimore, nga përdorimi i borxhit, kundrejt kostove shtesë financiare dhe rrezikut të falimentimit (Shyam-Sunder dhe Myers, 1999). Niveli optimal arrihet atëherë kur vlera marxhinale e përfitimeve nga përdorimi i borxhit kompenson plotësisht rritjen e vlerës aktuale të kostove të borxhit (Myers, 2001). Përfitimet e borxhit lidhen me zbritjen e pagesave të interesit para tatimit, i cili favorizon përdorimin e borxhit, por efekti pozitiv mund të jetë më kompleks nëse në model përfshijmë dhe taksat personale (Miller, 1977) si dhe amortizimin (DeAngelo dhe Masulis, 1980). DeAngelo dhe Masulis (1980) propozoi një studim teorik mbi nivelin optimal të borxhit për një firmë, ku vlera aktuale e kursime tatimore, për shkak të huamarrjes së mëtejshëm, kompensohet plotësisht nga rritja e vlerës aktuale të kostove të falimentimit. Teoria bazë supozon se nuk ka kosto transaksioni për emetimet e reja të letrave me vlerë apo të riblerjes së tyre. “Sipas teorisë firmat më fitimprurëse kanë raport më të lartë borxhi, për shkak se ata do të sigurojnë kursime më të larta tatimore nga përdorimi i tij” (Niu, 2008, f. 134). Këto firma kanë probabilitet më të ulët falimentimi dhe mundësi më të mëdha për investime, të cilat kërkojnë një raport më të lartë të borxhit të synuar.

Ndërsa sipas teorisë dinamike, emetimi dhe riblerja e borxhit, në mënyrë që të arrihet raporti i synuar i borxhit, i cili çon në maksimizimin e vlerës së firmës, është e kushtueshme. Pra firmat, leva e të cilave nuk është e barabartë me objektivin e tyre, do të ndryshojnë strukturën e kapitalit, nëse përfitimet do të jenë më të mëdha se kostot (Dudley, 2007). Kështu teoria dinamike sugjeron se firma lejon që raporti i borxhit të ndryshojë brenda një intervali optimal. Evidencat empirike të studimit të Dudley (2007) mbështesin parashikimet e teorisë dinamike duke konkluduar se paqëndrueshmëria e të ardhurave zgjeron intervalin optimal të levës, ndërsa përfitueshmëria, së bashku me normat e interesit, çojnë në zvogëlimin e intervalit të levës financiare. Ai mori të dhëna nga Compustat¹⁴, për kompanitë amerikane nga viti 1994 deri në vitin 2004 me një total prej 25.102 vëzhgimesh vjetore. Sipas Dudley (2007), firmat fitimprurëse e shohin të dobishme rregullimin më të shpeshtë të raportit të tyre të borxhit. Kjo realizohet në

¹⁴ Në Compustat janë të regjistruara firmat amerikane të tregtura publikisht.

mënyrë që firmat të kenë më shumë përfitime tatimore nga përdorimi i borxhit, ashtu siç parashikon dhe vetë teoria dinamike.

Studime të ndryshme janë zhvilluar për të vërtetuar nëse kompanitë, në realitet, ndjekin parashikimet e kësaj teorie (Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia, 2003; Hackbarth et al., 2007; Serrasqueiro dhe Nunes, 2010).

Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), përdorën një mostër prej 6.482 firmash spanjolle të klasifikuara si SME gjatë periudhës pesëvjeçare 1994-1998. Duke përdorur metodologjinë e të dhënave panel, ata provuan se SME-të përpiqen që të arrijnë një levë optimale (ashtu siç sugjerohet nga modeli trade-off), duke treguar se ato nuk e ndryshojnë nivelin e tyre të borxhit sipas nevojave për financim¹⁵. Gjithashtu, sipas studimit të tyre koeficienti i normës efektive tatimore është pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm, duke sugjeruar se, nëse SME-të duhet të paguajnë më shumë taksa, ata do të rrisin përdorimin e borxhit me qëllim reduktimin e faturave tatimore. Por në realitet ekzistojnë dhe shpenzime të tjera si, psh: amortizimi i cili zvogëlon avantazhin fiskal të borxhit. Edhe sipas Hackbarth et al. (2007), teoria trade-off është e mjaftueshme për të shpjeguar strukturën e kapitalit të korporatave.

Ndërsa studimi i Serrasqueiro dhe Nunes (2010), i realizuar mbi të dhënat e 39 kompanive gjatë periudhës pesëvjeçare 1998-2006, konstatoi se teoria trade-off nuk arrin të shpjegojë strukturën e kapitalit të kompanive të kuotuar portugeze. Ata përdorën të dhënat financiare nga bilanci dhe pasqyrat e të ardhurave dhe shpenzimeve të kompanive të përzgjedhura nga Sistemi i Analizës së Balanceve Iberike. Nëpërmjet regresioneve OLS, ata treguan se firmat rregullojnë nivelin e tyre aktual të borxhit drejt një raporti të synuar borxhi. Për shkak të kostove të transaksionit, ky rregullim nga ana e kompanive të kuotuar portugeze është më i ngadalshëm sesa ai që u gjet në studimin e ngjashëm të Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), mbi firmat spanjolle.

3.5.2 Teoria e kostove të agjencisë¹⁶

Shpërndarja probabilitare e flukseve monetare të gjeneruara nga firma, nuk është e pavarur nga struktura e saj e pronësisë dhe mund të arrihet një kombinim optimal i borxhit të jashtëm dhe kapitalit, i cili çon në zvogëlimin e kostove totale të agjencisë (Jensen dhe Meckling, 1976). “Struktura optimale e kapitalit mund të arrihet përmes ‘tregtimit’ të kostove të agjencisë së borxhit ndaj përfitimeve nga përdorimi i tij” (Harris dhe Raviv, 1991, f. 301).

Struktura e kapitalit ndikohet nga drejtuesit e firmës, sepse ata mund të duan të marrin përfitime personale në vend të arritjes së maksimizimit të vlerës së aksionerëve (Myers, 2001). Kostot e agjencisë shkaktohen pasi midis menaxherëve dhe aksionerëve mund të ekzistojnë objektiva të ndryshme si dhe për shkak të asimetrisë së informacionit. Këto kosto përbëhen nga: 1-rreziku që menaxherët (agjentët) do të përdorin burimet e organizatës për interesin e tyre, 2-kostot e teknikave të përdorura për të identifikuar problemet e lidhura me punësimin e një agjenti. Menaxherët kanë objektivat e tyre për të

¹⁵ Ky model sugjerohet nga teoria e rendit të zgjedhjes, e cila do të shpjegohet në vijim.

¹⁶ E njohur edhe si teoria e agjencisë.

arritur si, psh: rritja e bonuseve, ndërtimi i perandorive¹⁷ apo manipulimi i shifrave financiare.

Michael Jensen dhe William Meckling në artikullin e tyre të vitit 1976, dhanë një përkufizim për marrëdhënien e agjencisë : “Një kontratë sipas të cilës, një ose më shumë persona (pronari (ët)) angazhojnë një person (agjentin) për të kryer shërbime në emër të tij (tyre), i cili përfshin delegimin e disa autoriteve vendimarrëse ndaj agentit” (Jensen Meckling, 1976, f. 5). Gjithashtu, sipas tyre kostot e agjencisë përfshijnë disa lloje shpenzimesh; ndër të tjera dhe shpenzimet e monitorimit të agjentëve nga ana e pronarëve (Jensen dhe Meckling, 1976, f. 6).

Në rastin e ndërmarrjeve të reja dhe të vogla, investitori është ai që mbart rrezikun financiar. Në këtë mënyrë investitorët (kreditorët), do të përpiqen që të reduktojnë informacionin e mbajtur nga sipërmarrësit (pronarët) si dhe mund të ofrojnë borxh, i cili është i ripagueshëm në mënyrë të plotë (plus interesat përkatëse). Kur investitorët e firmës janë pjesëtarët e familjes, ekzistojnë mekanizma të tjerë të cilat çojnë në zvogëlimin e rreziqeve të tilla financiare, që rezultojnë nga kostot e agjencisë. Hancock (2009) thekson se brenda një komuniteti të ngushtë, kostot e agjencisë reduktohen pasi aktiviteti realizohet brenda një rrjeti të besuar.

Sipas Brealey dhe Myers (2003, f. 5), menaxherët financiarë duhet të zgjidhin dy pyetje themelore: e para është se në cilat aktive duhet të investojë një firmë. Përgjigja jepet përmes vendimit të buxhetimit të kapitalit. Pyetja e dytë është: Si duhet të grumbullohen paratë për të realizuar investimin? Përgjigja jepet përmes vendimit të financimit. Dhe në rastet e ndërmarrjeve të mëdha, ndarja e pronësisë nga menaxhimi është e domosdoshme, pasi i jep korporatave qëndrueshmëri si dhe paraqet përparësitë e mëposhtme¹⁸:

1. Lejon që të ndryshohet pronësia pa ndërhyrë në funksionimin e biznesit.
2. Lejon që firma të punësojë menaxherë profesionistë.

- **Konflikti menaxher-aksioner**

Konflikti i parë i shpjeguar nga Jensen dhe Meckling (1976) është ai ndërmjet menaxherëve dhe aksionerëve:-

Konflikti midis drejtuesve dhe aksionerëve shkaktohet, pasi menaxherët zakonisht përpiqen të shpenzojnë më tepër ose të përdorin më pak borxh, në mënyrë që të shmangin rrezikun financiar, i cili mund të çojë në humbjen e vendeve të punës, të reputacionit dhe pasurisë nga ana e drejtuesve.

Për firmat me një pronar-menaxher, pronari zotëron njëqind përqind të kërkesave të mbetura¹⁹. “Nëse një firmë me një pronar, menaxhohet nga vetë pronari, ai do të ndërmarrë vendime operative të cilat maksimizojnë dobinë e tij” (Jensen dhe Meckling, 1976, f. 10). “Nëse pronari-menaxher shet pretendimet e kapitalit neto të korporatës të cilat janë identike me të vetat, kostot e agjencisë do të gjenerohen nga divergjencat midis

¹⁷ Në rastin e “ndërtimit të perandorive” menaxherët janë më shumë të interesuar të zgjerojnë burimet në dispozicionin e tyre sesa të shqetësohen për mënyrën e shpërndarjes së burimeve.

¹⁸ Referuar kapitullit të parë të botimit të autorëve Richard A. Brealey dhe Stewart C. Myers i vitit 2003 me titullin “*Principles of Corporate Finance*”.

¹⁹ Kërkesat e mbetura janë ato çka mbetet nga të ardhurat e gjeneruara pas pagesës së të tëra detyrimeve.

interesave të tij dhe ato të aksionerëve të jashtëm ...” (Jensen dhe Meckling, 1976, f. 11) Pretendimet e kapitalit neto të korporatës janë identike për të tërë aksionerët, pasi ato ndajnë në mënyrë proporcionale fitimet si dhe kanë përgjegjësi të kufizuar.

Mehran (1992) sugjeron disa mënyra për të reduktuar konfliktin midis menaxherëve dhe aksionerëve: duke shtuar kompensimet në planin stimulus, duke i dhënë disa aksione menaxherëve, duke vendosur investuesit bankierë në bordin e drejtimit si dhe duke rritur numrin e aksioneve të zotëruara nga ana e investitorëve të mëdhenj individualë. Të gjitha këto do të ndikojnë në veprimet e menaxherëve, duke çuar në rritjen e nivelit të borxhit, e cila do të shërbejë si një masë disiplinuese për kompaninë.

Artikuj të ndryshëm kanë patur në fokus problemet e shkaktuara nga kostot e agjencisë (Myers, 1977; Ross, 1977; Grossman dhe Hart, 1982; Bradley et al., 1984; Jensen, 1986; Harris dhe Raviv, 1990; Stuls, 1990; Harris dhe Raviv, 1991; Rajan dhe Winton, 1995; Denis dhe Milov, 2002).

Grossman dhe Hart (1982) paraqet një këndvështrim tjetër në lidhje me rolin e menaxhimit në përcaktimin e strukturës së kapitalit. Sipas tyre, meqenëse menaxherët nuk duan të humbasin kontrollin mbi firmën, ata do të përpiqen që të përdorin me efikasitet burimet e mundshme të firmës, në mënyrë që të zvogëlojnë probabilitetin e falimentimit të saj. “Është e qartë se presioni i falimentimit, si një burim disiplinues për menaxhimin financiar, varet nga struktura e firmës, në veçanti nga raporti borxh-kapital. Për më tepër, meqenëse borxhi rrit probabilitetin e falimentimit, rritja e mëtejshme e tij nuk është në interesin e menaxhimit” (Grossman dhe Hart 1982, f. 108). Studimi i Bradley et al. (1984) sugjeron se paqëndrueshmëria e të ardhurave do të rritet me rritjen e kostove të falimentimit, duke çuar në rritjen e kostove të agjencisë, i cili nga ana tjetër i detyron kompanitë të përdorin më pak borxh. Rajan dhe Winton (1995) konkludojnë se borxhi afatshkurtër kontribuon në një monitorim më efektiv të firmës. Gjithashtu sipas tyre, kur një bankë i jep hua një firme, investitorët e tjerë, kreditorët, të punësuarit, qeveria, përfitojnë nga funksioni kontrollues i bankës mbi firmën.

Pagesat e borxhit (interesat dhe principali) i detyrojnë menaxherët që të paguajnë para dhe rrjedhimisht të zvogëlojnë investimet. Negociatat midis kostove dhe përfitimeve ndaj përdorimit të borxhit nënkuptojnë se ekziston një nivel borxhi që maksimizon vlerën e firmës. Teoria e Jensen (1986) e flukseve të lira të parasë sugjeron se: “Problemi është sesi duhet të motivohen menaxherët për të mos i investuar paratë nën koston e kapitalit apo për t’i humbur ato në veprimtari joefikase” (Jensen, 1986, f. 323). Kështu, menaxhimi nxitet që të shkatërrojë vlerën e firmës përmes “ndërtimit të perandorive”. Sipas Stuls (1990) menaxherët do të përpiqen të investojnë të gjitha fondet që disponojnë në projekte, sepse përfitimet e tyre personale rriten me shtimin e investimeve edhe nëse vlera aktuale neto e tyre (NPV-ja) është negative. Rrjedhimisht, kur flukset monetare janë të larta, ata do të investojnë në projekte me NPV negative në vend të pagesës së dividendëve ndaj aksionerëve. Pra, një raport i lartë borxhi mund të jetë i rrezikshëm, por gjithashtu ai mund të shtojë vlerë duke e detyruar firmën që të kursejë.

Harris dhe Raviv (1990, f. 322) konkluduan se roli informues dhe disiplinues i borxhit është i rëndësishëm dhe na mundëson të trajtojmë çështje të tilla, si: likuidimi ndaj riorganizimit, e cila nuk ishte trajtuar më parë. Studimi i tyre merr në konsideratë efektet e informacionit mbi nivelin e borxhit. Kështu borxhi mund të lehtësojë likuidimin efikas, pasi menaxherët, të cilët nuk janë në gjendje që të realizojnë pagesat e borxhit, janë të detyruar të zbulojnë një pjesë të informacionit ndaj kreditorëve. Gjithashtu në rastin e

pamundësisë për të shlyer borxhin, kreditorët do të zgjedhin likuidimin e firmës, nëse kjo mundësi i ofron atyre më shumë sesa riorganizimi i saj. “Borxhi është një mjet disiplinimi, sepse rreziku i falimentimit i lejon kreditorët që të detyrojnë firmën për t’u likuiduar, duke gjeneruar informacione të dobishme për investitorët” (Harris dhe Raviv, 1990, f. 321). Në rast dështimi në kryerjen e këtyre pagesave, menaxherët duhet të “qetësojnë” kreditorët, të cilët duan likuidimin, qoftë përmes negociatave informale, apo procedurave formale të falimentimit (Harris dhe Raviv, 1990).

• *Konflikti kreditor-aksioner*

Lloji i dytë i konfliktit, i identifikuar nga Jensen dhe Meckling (1976), është ai midis mbajtësve të borxhit dhe investitorëve të kapitalit:

Konflikti midis kreditorëve dhe aksionerëve krijohet, pasi aksionerët duan të maksimizojnë pasurinë e tyre në dëm të kreditorëve. Ata mund ta bëjnë këtë përmes zëvendësimit të aktiveve, rritjes së dividendëve, nëninvestimeve dhe rritjes së maturitetit të borxhit (Myers, 1977; Myers, 2001). Në këtë rast, mbajtësit e obligacioneve mund të kufizojnë pasojat duke nënshkruar një marrëveshje për të kufizuar firmën në realizimin e aktiviteteve të financimit, investimit, prodhimit, pagesës së dividendëve etj.

Në këtë rast, menaxherët do të ndërmarrin veprime, të cilat do të çojnë në transferimin e vlerës së firmës nga kreditorët drejt aksionerëve të saj. Ka disa mënyra për ta bërë këtë dhe në studimin e Myers (2001, f. 96-97) paraqitet një shpjegim i shkurtër i tyre:

1. Menaxherët mund të investojnë në aktive apo të ndërmarrin projekte me rrezik të lartë ose me NPV negative. Nëse rezultatet e veprimeve të tyre janë pozitive, kjo do të sjellë fitime më të larta për aksionerët, por, nëse rezultatet janë negative, humbja do të mbartet tek kreditorët e firmës, duke shkaktuar “efektin e zëvendësimit të aktiveve”.
2. Menaxherët mund të rrisin nivelin e borxhit si dhe të vazhdojnë të paguajnë dividendë për aksionerët. Në këtë rast vlera e përgjithshme e firmës është konstante, por vlera e tregut e borxhit ekzistues pëson rënie për shkak të rritjes së numrit të mbajtësve të borxhit.
3. Firma investon deri në momentin kur kthimi i pritur nga investimi barazon koston e kapitalit. Nëse borxhi ka rrezik të lartë (psh. për një kompani në rritje), fitimi nga projekti do të çojë me shumë në rritjen e kthimit të kreditorëve sesa të aksionerëve. Kjo ndodh pasi rreziku i lartë i borxhit duhet të shpërblehet me një kthim më të lartë për kreditorët. Kështu, menaxhimi nxitet që të refuzojë projekte me NPV pozitive por me rrezik më të lartë, edhe pse këto projekte mund të çojnë në rritjen e vlerës së firmës. Sipas Myers (1977), rritja e vlerës së tregut të titujve të borxhit vepron si një taksë mbi investimet e reja. Në qoftë se tatimi është i lartë, menaxherët mund të përpiqen që të rrisin pagesat në para ndaj aksionerëve. Myers (1977), e cilësoi këtë problem si “nëninvestim”. Nëninvestimi ndodh atëherë kur firma ka nivele aq të larta borxhi, sa e ka të vështirë të marrë borxh shtesë, madje edhe kur huamarrja e re shërben për një investim të mirë i cili mund të çojë në rritjen e fitimeve.
4. Në rastin e vështirësive financiare, menaxherët mund të zgjasin maturimin e borxhit për të parandaluar kreditorët që të kërkojnë falimentimin e firmës. Kjo çon në rritjen e rrezikut të borxhit në përfitim të aksionerëve, pasi kreditorët nuk do të përfitojnë kthim shtesë për rrezikun shtesë që ato marrin përsipër.

Denis dhe Milov (2002) arrijnë në përfundimin se, nëse një firmë vendos të marrë fonde hua, do të monitorohet nga kreditorët dhe ky do të jetë një mekanizëm i fuqishëm disiplinues i zgjedhur nga ajo. Për shkak të aksesit ndaj informacionit, bankat dhe kreditorët e tjerë privatë kanë aftësi për të ushtruar ndikim dhe presion shumë më të madh mbi menaxhimin sesa kreditorët publikë. “Ne supozojmë se menaxherët të cilët zotërojnë në pronësinë e tyre pak aksione të firmës, do të kërkojnë që ta shmangin këtë presion duke emetuar më tepër borxh publik (në formën e obligacioneve) sesa borxh privat nga bankat” (Denis dhe Milov, 2002, f. 6).

3.5.3 Hipoteza e sinjaleve²⁰

Ross (1977) sugjeron se borxhi mund të përdoret si një sinjal, për të dalluar firmat e mira nga firmat e këqija. Kështu firmat me cilësi të lartë do të përdorin më shumë borxh, ndërsa firmat me cilësi të ulët kanë nivele më të ulëta borxhi. Nëse firmat rrisin borxhin, ky do të jetë një sinjal i mirë, pasi tregon se firma ka flukse të larta monetare dhe gjithashtu se ka një performancë të mirë.

Asimetria e informacionit ndodh kur agjentët (menaxherët), kanë informacion më të mirë mbi vlerën e aktiveve të firmës ose mundësive për investim nga ana e firmës, sesa pjesëmarrësit e tjerë të tregut. Pra, është një situatë në të cilën vendimarrja merret, kur një aktor ka më shumë informacion sesa pala tjetër (Klein et al., 2002, f. 318). Teoria e asimetrisë së informacionit e strukturës së kapitalit, i atribuohet Ross (1977). Ross (1977) sugjeron sesi borxhi mund të përdoret si një sinjal për t'i kategorizuar firmat në bazë të performancës së tyre. Supozimi themelor është se, nëse menaxherët rrisin nivelin e borxhit, kjo do të thotë se ata kanë më shumë njohuri sesa tregu në lidhje me aftësinë e firmës, për të kryer në kohë pagesat e ardhshme. Kështu, nivele të larta borxhi japin sinjalin se firma do të ketë kthime më të larta në të ardhmen, si dhe stabilitet më të mirë të flukseve monetare, duke çuar në rritjen e vlerës së saj. Por, ky sinjal, i dërguar në treg, është ndoshta i parëndësishëm për firmat në fillesat e tyre.

Myers (1984) dhe Rajan dhe Winton (1995) kanë studiuar efektin e asimetrisë së informacionit, ndërsa John dhe William (1985) si dhe Baker dhe Wurgler (2002) kanë dëshmuar rezultate të përziera mbi efektet e sinjaleve, mbi vendimin e strukturës së kapitalit.

Myers (1984) argumenton se, në qoftë se menaxherët dinë më shumë sesa pjesa tjetër e tregut në lidhje me vlerën e firmës së tyre (ekzistenca e asimetrisë së informacionit), tregu mund të penalizojë emetimin e letrave me vlerë, si psh. të aksioneve, kthimet e të cilave, janë të lidhura ngushtë me perceptimet që ka publiku mbi vlerën e firmës. Studimi i Rajan dhe Winton (1995) tregon se, nëse firma rrit financimin e jashtëm, atëherë do të ketë një rritje të procesit të monitorimit të saj. Studimi i tyre tërthorazi mbështet teorinë e rendit të zgjedhjes, sipas së cilës firma preferon financimin e brendshëm ndaj atij të jashtëm.

Studimi i John dhe William (1985) vërtetoi ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis sinjaleve dhe levës financiare. Pra, një firmë e cila ka një reputacion të mirë në pagesat e dividendëve (në këtë rast merret si sinjal), ka më pak asimetri informacioni në qasjen drejt

²⁰ Kjo teori njihet ndryshe dhe si teoria e asimetrisë së informacionit.

tregjeve të kapitalit. Në rastet kur pagesat e rregullta të dividendëve, apo rritja e tyre paraqet një sinjal të gjendjes financiare të firmës, kompania do të ketë më shumë mundësi për të marrë borxh. Ata arrijnë në përfundimin: “Më në fund, ky punim ka implikime për studimet e fundit empirike, të cilat raportojnë një marrëdhënie pozitive midis kthimit të dividendëve dhe kthimit të aksioneve” (John dhe Williams, 1985, f. 1065). Pra, punimi i tyre vërtetoi ndikimin pozitiv të sinjaleve mbi përfitueshmërinë e firmave.

3.5.4 Teoria e rendit të zgjedhjes

Teoria e rendit të zgjedhjes kundërshton shënjestrimin e raportit të borxhit të firmave, dhe thekson se firmat ndjekin një hierarki të përcaktuar të financimit të tyre: fondet e brendshme janë të preferuara mbi financimin e jashtëm (Myers, 1984; Myers dhe Majluf, 1984). Kur firmat kanë nevojë për fonde shtesë, ata ndjekin rendin e mëposhtëm: Së pari, ata përdorin fondet e brendshme edhe nëse një firmë ka fonde të pamjaftueshme nga burimet e brendshme; ajo shet letrat me vlerë të tregtueshme, dhe, më në fund, nëse financimi i jashtëm është i nevojshëm, firma preferon (sipas rendit) të emetojë borxh, letra me vlerë hibride dhe tituj të kapitalit të vet (Myers, 1984; Myers dhe Majluf, 1984).

Teoria e rendit të zgjedhjes u sugjerua fillimisht nga C. Donaldson, në vitin 1961²¹ dhe më pas, u modifikua nga Myers dhe Majluf në vitin 1984 (Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia, 2003). Kjo teori mbështet idenë se vendimet e strukturës së kapitalit të një firme, nuk bazohen tek ruajtja e një raporti, të synuar borxhi dhe, arsyeja për ekzistencën e kësaj hierarkie, është se fondet e brendshme mendohen të jenë burimi më pak i kushtueshëm i financimit, i cili nuk i nënshtrohet ndonjë ndërhyrjeje nga jashtë (Myers, 1984; Myers dhe Majluf, 1984): “Zgjedhja midis financimit me borxh apo financimit me kapital neto nuk duhet të merret fare parasysh” (Myers dhe Majluf, 1984, f. 25). Sipas tyre, niveli i borxhit është i përcaktuar nga nevoja për të financuar mundësitë e rritjes, kur financimi i brendshëm është i pamjaftueshëm. “Nëse menaxherët supozojnë se kanë të bëjnë me aksionerë aktivë, atëherë rëndësi kanë vendimet e investimit” (Myers dhe Majluf, 1984, f. 28). Pra, informacioni i vetëm, i cili konsiderohet i rëndësishëm, është nëse borxhi përdoret për të investuar në projekte me NPV pozitive, i cili çon në rritjen e çmimit të aksioneve.

Teoria e rendit të zgjedhjes përshkruan një hierarki të zgjedhjes së financimit të një firme, bazuar në simetrinë e informacionit (Myers, 1984, f. 581):

1. Firmat preferojnë financimin e brendshëm.
2. Firmat përshtatin raportet e pagesës së dividendëve sipas mundësive që u ofrohen për investim, edhe pse raportet e pagimit të dividendëve rregullohen gradualisht, në varësi të mundësive për investime të vlefshme.
3. Politikat jo të fiksuara të dividendëve, paparashikueshmëria e përfitueshmërisë, si dhe mundësitë për investime, mund të bëjnë të mundur, që flukset e brendshme të gjeneruara të jenë më të larta ose më të ulta sesa shpenzimet për investime. Nëse këto flukse janë më të ulta, firma mund të reduktojë rezervat monetare, ose të shesë letrat me vlerë afatshkurtra, të cilat i ka në zotërim.

²¹ Artikulli i C. Donaldson i vitit 1961 titullohej: “Corporate debt capacity” (i publikuar nga universiteti i Harvard-it).

4. Nëse financimi i jashtëm është i nevojshëm, firmat emetojnë fillimisht letra me vlerë, të cilat janë më të sigurta. Kështu, ata fillojnë me borxhin, më pas me letra me vlerë hibride (psh. obligacionet e konvertueshme) dhe si mëtej e fundit të financimit përdorin instrumentat e kapitalit.

Pra, nuk përcaktohet një raport optimal midis borxhit dhe kapitalit, sepse në këtë renditje paraqiten dy lloje të kapitalit neto: i brendshëm-fitimi i pashpërndarë në krye të renditjes dhe i jashtëm-emetimi i aksioneve të reja në fund të renditjes. Sipas Myers (1984) raporti i borxhit i çdo firme reflekton kërkesat e saj kumulative për financim të jashtëm. Kjo mënyrë financimi, e përcaktuar nga kjo teori, mund të ndryshohet, nëse firma ka më shumë mundësi investimi në të ardhmen, pasi emetimi i borxhit mund të jetë një mënyrë më e lehtë për të financuar projektet e ardhshme.

Gjithashtu, sipas kësaj teorie, informacioni asimetric, në lidhje me vlerën reale të firmës është një përcaktues i fortë i sjelljes financiare, duke bërë që menaxherët të favorizojnë borxhin ndaj përdorimit të kapitalit (Myers dhe Majluf, 1984). “Teoria e rendit të zgjedhjes merr parasysh asimetrinë e informacionit si dhe kostot e falimentimit” (Myers, 1984, f. 590).

Në artikullin e tyre, Myers dhe Majluf (1984, f. 189) theksojnë se, nën kushtet e asimetrisë së informacionit, ne mund të zgjedhim midis tri deklaratave mbi objektivin kryesor të menaxherëve:

1. Menaxhimi vepron në interes të të gjithë aksionerëve dhe injoron çdo konflikt interesi ndërmjet aksionerëve të vjetër dhe të rinj.
2. Menaxhimi vepron në interes të aksionerëve të vjetër, duke supozuar se këto aksionerë janë investitorë pasivë.
3. Menaxhimi vepron në interes të aksionerëve të vjetër, duke supozuar se ata, në mënyrë racionale, ribalancojnë portofolet e tyre pasi njihen me veprimet e firmës.

Kjo teori shpjegon se përse firmat më fitimprurëse, në përgjithësi, marrin më pak hua. Sipas kësaj teorie kjo ndodh, pasi këto firma nuk kanë nevojë për fonde të jashtme dhe jo për shkak se ato kanë raporte të ulëta të borxhit të synuar. Brealey dhe Myers (2003) vë në dukje se firmat më pak fitimprurëse marrin borxh për shkak se ata nuk kanë fonde të brendshme, të mjaftueshme për investimet e tyre kapitale, dhe pasi financimi me borxh është renditur e para ndër tipet e financimeve të jashtme. Në teorinë e rendit të zgjedhjes, avantazhi tatimor i interesave të borxhit nuk është shumë i rëndësishëm. Raportet e borxhit mund të ndryshojnë në qoftë se: ekziston një çekuilibër i flukseve të brendshme të parave, apo nëse firmat fitimprurëse kanë mundësi të kufizuara për të realizuar investime, gjë e cila mund të çojë në uljen e raportit të tyre të borxhit (Shyam-Sunder dhe Myers, 1998). Në të kundërt, firmat të cilat kanë më shumë mundësi për investime fitimprurëse; mund të rrisin raportin e tyre të borxhit.

Teoria e rendit të zgjedhjes është mbështetur nga një sërë studimesh të zhvilluara në vende të ndryshme (Shyam-Sunder dhe Myers, 1999; Swinnen et al., 2005; Sen dhe Oruc, 2008; Serrasqueiro dhe Nunes, 2010). Studimi i Shyam-Sunder dhe Myers (1999) ka testuar teorinë e rendit të zgjedhjes, duke përdorur një mostër prej 157 firmash të listuara amerikane gjatë periudhës 1971-1989. Rezultatet treguan se financimi me borxh përdoret për të mbushur boshllëkun e brendshëm financiar, i cili varet nga pagesat e dividendëve, projektet e investimeve, ndryshimi në kapitalin punues dhe flukset pritshme monetare. Sipas kësaj teorie, fakti që interesat janë të zbritshme para tatimit si dhe kostot e falimentimit, janë çështje jo parësore (Shyam-Sunder dhe Myers, 1999, f. 220). Këto

autorë, në studimin e tyre, kanë mbështetur teorinë e rendit të zgjedhjes, duke e përfunduar kërkimin me fjalinë: “Kështu, testet tona kanë pushtet në lidhje me teorinë e rendit të zgjedhjes” (Shyam-Sunder dhe Myers, 1999, f. 242). Rezultatet treguan se ndryshimet në raportin e borxhit janë nxitur nga nevoja për fonde të jashtme dhe jo nga përpjekjet e firmës, për të arritur një strukturë optimale kapitali.

Swinnen et al. (2005), e kanë kryer studimin e tyre mbi një kampion prej 899 firmash belge private, të vogla dhe të mesme, të dhënat financiare e të cilave u mbledhën për një periudhë dhjetëvjeçare nga viti 1993 deri në vitin 2002. Ato konkluduan se, për firmat e vogla, teoria statike trade-off është më pak e rëndësishme sesa teoria e rendit të zgjedhjes. Rezultatet e regresionit të tyre mbështetën parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjes, sipas së cilës firmat zvogëlojnë ose rrisin borxhin e tyre, në përputhje me disponueshmërinë apo mungesën e fondeve të brendshme.

Sen dhe Oruc (2008), kanë studiuar rëndësinë e teorisë së rendit të zgjedhjes në formimin e strukturës së kapitalit të 75 firmave prodhuese në Turqi, gjatë periudhës 1993-2007. Sipas rezultateve të arritura, firmat i japin përparësi burimeve të brendshme për financimin e tyre në periudhat kur përfitueshmëria, likuiditeti dhe nivelet e shitjeve janë të larta si dhe preferojnë një nivel më të ulët të përdorimit të burimeve të jashtme, ashtu siç sugjerohet dhe nga teoria e rendit të zgjedhjes.

Serrasqueiro dhe Nunes (2010), për zgjedhjen 39 kompani nga numri i përgjithshëm i kompanive në SABI²² dhe i studiuan ato gjatë periudhës 1998-2006. Ata treguan se sjellja financiare e kompanive të kuotuar portugeze, është e njëjtë me atë të argumentuar nga teoria e rendit të zgjedhjes. Gjithashtu, rezultatet empirike sugjeruan se informacioni asimetric luan një rol të rëndësishëm në vendimin e strukturës së kapitalit të këtyre shoqërive dhe se kompanitë e kuotuar portugeze, preferojnë përdorimin e fondeve të brendshme ndaj borxhit.

Frank dhe Goyal (2003), analizuan kompanitë e listuara amerikane nga viti 1971 deri në vitin 1998 dhe sipas tyre, financimi i brendshëm nuk është i mjaftueshëm për të mbuluar shpenzimet për investime, ndërsa financimi i jashtëm është gjerësisht i përdorur.

Handcock (2010), në studimin e tij, përdori metodologjinë e të dhënave cilësore dhe intervistat gjysëm të strukturuar, për një mostër prej firmash të financuara nga fondet e familjes. Pas përpunimit të të dhënave, u arrit në përfundimin, se teoria e rendit të zgjedhjes nuk e shpjegon dot sjelljen e financimit të bizneseve familjare.

3.5.5 Teoria e kohës së tregut²³

“Koha e tregut të kapitalit i referohet praktikës së emetimit të aksioneve, me çmime të larta, dhe riblerjes së tyre me çmime të ulëta” (Baker dhe Wurgler, 2002, f. 1). Baker dhe Wurgler (2002), pohojnë se koha e tregut është faktori i parë që përcakton strukturën e kapitalit të kompanive, duke zgjedhur formën e financimit, i cili është më i vlerësuar nga tregjet financiare. Ata arrijnë në përfundimin se nuk ka strukturë optimale kapitali dhe se koha ka ndikim të vazhdueshëm mbi përcaktimin e saj. “Teoria mbështetet në faktin se struktura e kapitalit evoluon, si rezultat i përpjekjeve të kaluara për të përcaktuar kohën e tregut për emetimin e kapitalit” (Baker dhe Wurgler, 2002, f. 26).

²² SABI (Sistema de Balanços Ibéricos) përfaqëson Sistemin e Analizës së Bilanceve Iberike.

²³ Teoria e kohës së tregut në anglisht njihet me termin “Market timing theory”.

Përcaktimi i “kohës së tregut” është konsideruar pjesë e literaturës së sjelljes financiare, pasi shpjegon vendimin mbi strukturën e kapitalit të firmave, me anë të një modeli kohor të tregut. Sipas studimit të Baker dhe Wurgler (2002), në të cilin u përdorën firmat Compustat (firmat amerikane të tregtura publikisht), koha e tregut të kapitalit është një aspekt i rëndësishëm i politikës financiare të korporatave. Ka dëshmi për kohën e tregut në katër lloje të ndryshme situatash (Baker dhe Wurgler, 2002, f. 1-2).

Së pari, analiza e vendimeve aktuale të financimit të firmave tregon se ata kanë tendencë të emetojnë kapital në vend të borxhit, në rastet kur vlera e tregut e aksioneve është më e lartë, krahasuar me vlerën e librit të tyre dhe kanë tendencë për t’i riblerë ato aksione kur vlera të tregut e tyre ulët.

Së dyti, firmat emetojnë kapital, kur kthimi nga kapitalit është relativisht i ulët, për t’i riblerë ato, kur kthimi i tyre rritet.

Së treti, firmat kanë tendencë për të emetuar kapital, në kohën kur investitorët janë tepër optimistë rreth parashikimit të fitimeve të firmës.

Së katërti, menaxherët pranojnë se ndikohen nga tregu për të përcaktuar strukturën e kapitalit të firmës.

Studimi i Graham dhe Harvey (2001), tregoi se firmat janë të gatshme që të emetojnë aksione, kur ata perceptojnë, se aksionet janë të nënvlerësuar nga tregu. Nga sondazhet mbi vendimet e kapitalit, të realizuara nga Graham dhe Harvey (2001), dy të tretat e drejtueve të korporatave mendojnë se “fakti, nëse aksionet janë të nënvlerësuar apo të mbivlerësuar, është një konsideratë shumë të rëndësishme për firmat” (Graham dhe Harvey, 2001, f. 219).

Në studimin e Baker and Wurgler (2002), u përfshinë të tëra firmat amerikane të listuara në Compustat nga viti 1968 deri në vitin 1999. “Zbulimi kryesor është se firmat me levë të ulët financiare janë ato që i kanë rritur fondet, kur çmimet e tregut të aksioneve ishin të larta (e matur nga raporti treg-libër)²⁴ ndërsa firmat me levë të lartë financiare, janë ato që i kanë rritur fondet, kur vlerësimet e tregut për aksionet ishin të ulëta” (Baker dhe Wurgler, 2002, f. 2). Pra, nëse çmimi i tregut i aksioneve është i lartë, firmat tentojnë t’i shesin ato dhe të ulin leven financiare si dhe anasjelltas. Gjithashtu, ata zbuluan se ndikimi i përfitueshmërisë mbi ndryshimet në levë lind kryesisht për shkak të fitimeve të pashpërndara. Sipas tyre, firmat fitimprurëse emetojnë më pak kapital, pasi kanë nivele të larta të fitimeve të pashpërndara, duke çuar në reduktimin e levës financiare.

Huang dhe Ritter (2004), duke punuar mbi të dhënat e firmave Compustat gjatë periudhës 1963-2001, paraqitën rezultate në favor të teorisë së kohës së tregut. Sipas tyre, firmat financojnë një pjesë të madhe të defiçitit të tyre me anë të kapitalit neto të jashtëm (emetim aksionesh), në rastet kur kthimi i kapitalit (kostoja që përballon firma) është e ulët.

Studime mbi efektin e kohës së tregut janë shumë të pakta dhe disa kërkime, të kohëve të fundit mbi këtë fushë, nuk kanë gjetur ndonjë dëshmi, mbi ndikimin e kohës në zgjedhjen e strukturës së kapitalit (Hovakimian et al., 2001). Hovakimian et al. (2001), studiuën firmat nga viti 1982 deri në vitin 2000 dhe arritën në përfundimin se ata priren të kenë më pak borxh, nqs. aksionet janë të vlerësuar (siç sugjerohet dhe nga teoria). Por rezultatet e

²⁴ Raporti treg-libër mat pritshmërinë e tregut mbi mundësinë e rritjes së firmës. Kështu një projekt më VAN-në pozitive do të çojë në rritjen e këtij raporti (Antoniou et al., 2002).

tyre ishin në kundërshtim me hipotezën sipas së cilës firmat me fitime të larta kanë raporte të ulëta të borxhit të synuar. Sipas tyre, firmat kanë strukturë të synuar të kapitalit dhe “preferenca për financim të brendshëm, si dhe tundimi për të emetuar kapitalit të ri, kur çmimi i aksioneve është relativisht i lartë, bie ndesh me objektivin e ruajtjes së raportit të borxhit të firmës afër objektivit të paracaktuar” (Hovakimian et al., 2004, f. 532).

3.5.6 Teoria e ciklit të jetës

“Premisa themelore të teorisë së ciklit të jetës organizative, është se firma në një mënyrë të ngjashme me organizmat e gjallë, përparojnë përmes një sërë fazash të jetës, të cilat fillojnë me lindjen dhe përfundojnë me vdekjen” (Frielinghaus et al., 2005, f. 9). Sipas autorëve të ndryshëm, cikli i jetës së një biznesi ndikon mbi strukturën e kapitalit të një firme, sepse me kalimin nga një fazë në tjetrën, nevojat financiare mund të jenë të ndryshme (Adizes, 1979, f. 4).

Përparimi i një biznesi apo produkti, kalon nëpër faza të njëpasnjëshme, duke filluar nga origjina deri në rënien e pashmangëshme të tij. Fazat e ciklit të jetës në mënyrë tipike përfshijnë: konceptimin (lindjen), rritjen e shpejtë, zgjerimin në tregje të reja, pjekurinë si dhe rënien në momentin, kur bie interesi i konsumatorit për produktet e firmës.

Organizatat kanë modele të ndryshme si dhe të dallueshme të sjelljes së tyre financiare në faza të ndryshme të jetës së tyre. Në vijim, shpjegohet modeli i Adizes (1996), i cili përfshin 10 faza të jetës së firmës²⁵:

1. Themelimi: Kjo është faza, gjatë së cilës themeluesit përqëndrohen në idetë dhe mundësitë e ardhshme, por firma nuk ka filluar ende aktivitetin e saj. Pra, firma nuk kanë ende një strukturë të mirëfilltë kapitali.
2. Foshnjëria: Sipërmarrësit vendosin për të marrë përsipër rrezikun, dhe për të hedhur në treg idetë e tyre. Flukset monetare, në këtë fazë të jetës së firmës janë negative, pasi ajo është ende e vogël dhe ka nevojë për financim të jashtëm.
3. Vijimësia: Pasi firma mbijeton nga faza e foshnjërisë, ajo hyn në fazën e vijimësisë së jetës. Kjo është një fazë me një rritje të shpejtë, pasi shitjet janë ende në një nivel shumë të mirë. Nga ana tjetër, firma ka nevojë për më shumë kapital të jashtëm dhe themeluesit vazhdojnë të ndërmarrin çdo vendim.
4. Adoleshenca: Faza e vijueshmërisë dhe ajo e adoleshencës janë të ashtuquajtura “faza me rritje të shpejtë”. Dallimi midis stadi të vijueshmërisë dhe stadi të adoleshencës, është ndryshimi i rolit të themeluesve dhe ndryshimet në kulturën e firmës, pasi pronarët e firmës fillojnë të punësojnë drejtues operative. Në këtë fazë shfaqen shumë konflikte të brendshme dhe menaxhimi duhet të balancojë nevojën për rritje të mëtejshme të firmës, me nevojën për rritjen e fitimit. Për shkak të mundësive të mira për investime, si dhe për të vazhduar rritjen, firmat shpesh emetojnë kapital të ri për investorët privatë.
5. Lulëzimi: Kjo është një fazë optimale e ciklit të jetës së biznesit, pasi ekziston një ekuilibër midis faktorëve të jashtëm, faktorëve të brendshëm dhe objektivave

²⁵ Në anglisht ciklet e jetës janë: Courtship, Infancy, Go-Go, Adolescence, Prime, Stable, Aristocracy, Recrimination, Bureaucracy, Death.

menaxheriale, kështu që të gjitha palët e interesit ndihen mirë brenda firmës. Kështu firma vepron me efikasitet maksimal dhe kjo fazë mund të klasifikohet si një tranzicion midis rritjes dhe maturimit. Në këtë fazë të jetës, niveli i rrezikut të firmës është i ulët; ajo ka ende mundësi për të tërhequr investitorët në realizimin e projekteve të reja.

6. Qëndrueshmëria: Në këtë fazë firma, ka më pak mundësi për investime, por ajo ka një kthim më të lartë, krahasuar me koston e kapitalit. Kjo fazë është konsideruar si faza e “pjekurisë”, por me një ngadalësim të dukshëm të rritjes.
7. Aristokracia: Firma në këtë fazë është e suksesshme nga ana operative, financiarisht e fortë dhe me shumë likuiditete. Kompania fillon të blejë biznese ekzistuese, në vend që të hapë biznese të reja.
8. Kundërpadia: Në këtë fazë të fillimit të rënies, kompania përpiqet të gjejë se kush veproi gabim në vend që të veprojë për të rregulluar gabimin (Adizes, 1996). Firma mund të jetë nën shenjestrën e një blerje të mundshme nga një kompani tjetër; struktura e kapitalit ndryshon nga ajo e fazave të mëparshme si dhe fillojnë përpjekjet për strategji të reja biznesi.
9. Burokracia: Kjo fazë e jetës është fillimi i fundit të firmës, gjatë të cilës biznesi nuk ka burime të mjaftueshme për të financuar aktivitetet e saj, duke vijuar me fillimin e procedurave, rregullave dhe politikave të reja.
10. Vdekja: Në këtë fazë firma nuk ekziston më si dhe nuk ka strukturë kapitali. Katër fazat e fundit të modelit të Adizes janë quajtur “rënia” dhe “vdekja”.

Frielinghaus et al. (2005), argumentuan se sipas teorisë së ciklit të jetës të strukturës së kapitalit, raportet e borxhit duhet të rriten me përparimin e firmës, nga fazat e hershme të jetës së saj drejt atyre të mëvonshme.

Teoria trade-off mbështet teorinë e ciklit të jetës. Pra, firmat në fazat e hershme (foshnjëri, vijimësi dhe në adoleshencë) nuk mund të përballojnë nivele të larta të borxhit, pasi kostot e tyre të falimentimit janë të larta dhe të ardhurat e tyre janë shumë të ulëta, për të siguruar përfitim nga zbritja e interesit të borxhit para tatimit. Në fazat e pjekurisë dhe të qëndrueshmërisë, të ardhurat janë më të larta duke bërë që firmat të sigurojnë avantazhe nga përdorimi i borxhit.

Dhe siç sugjeron dhe teoria e agjencisë, firmat e menaxhuara nga vetë pronari i tyre, kanë raport më të ulët borxhi, i cili do të tentojë të rritet gradualisht me zhvillimin e saj. Ky proces do të pasohet me emetimin e aksioneve të reja si dhe me punësimin e menaxherëve të specializuar.

Tabela 3.1. Teoritë e strukturës së kapitalit dhe nivelet e borxhit

Teoria	E hershme	Qëndrore	E vonshme
	Foshnjëri	Kulmi	Aristokraci
	Vijimësi	Qëndrueshmëri	Kundërpadi
	Adoleshencë		Burokraci
Trade-off statike	E ulët	E lartë	E ulët
E ciklit të jetës	E ulët	E lartë	E ulët
E kostove të agjencisë	E ulët	E lartë	E lartë
E rendit të zgjedhjes	E lartë	E ulët	E lartë

Burimi: Frielinghaus et al., 2005, f. 14.

Tabela 3.1 paraqet nivelet e borxhit sipas fazave të ndryshme të ciklit të jetës, sipas teorisë statike trade-off, ciklit të jetës, kostove të agjencisë dhe teorisë së rendit të zgjedhjes²⁶. Kështu teoria statike trade-off mbështet teorinë e ciklit të jetës, duke argumentuar se firma do të rrisë nivelin e borxhit në fazën e pjekurisë dhe të stabilitetit dhe do ta reduktojë atë në tërë fazat e tjera. Ndërsa sipas teorisë së rendit të zgjedhjes, firma do të ulë nivelin e borxhit në fazën e kulmit dhe të qëndrueshmërisë, pasi përdor fondet e brendshme në dispozicion dhe do ta rrisë atë në tërë fazat e tjera.

3.6 Faktorët specifikë të firmës

3.6.1 Përfitueshmëria

“Sipas teorisë trade-off, firmat fitimprurëse përballen me kosto më të ulëta financiare dhe ata mund të përfitojnë nga fakti që interesat e borxhit janë të zbritshme para tatimit” (Frank dhe Goyal, 2009, f. 15). Kjo teori parashikon një lidhje pozitive midis borxhit kontabël²⁷ dhe përfitueshmërisë, sepse një rentabilitet i lartë korespondon me përfitime më të larta tatimore ndaj përdorimit të borxhit, si dhe kosto më të ulëta financiare. “Për sa i përket raportit të borxhit, të matur me treguesit e tregut, teoria trade-off nuk ka një parashikim të saktë, pasi vlera e firmës rritet me rritjen e rentabilitetit të pritshëm” (Xu, 2012, f. 2).

Në teorinë trade-off, kostot e agjencisë, taksat, dhe kostot e falimentimit i nxisin firmat të cilat kanë raport përfitueshmërie të lartë që të përdorin raporte më të larta borxhi. Gjithashtu pritet që me rritjen e përfitueshmërisë, kostot e falimentimit të bien, duke bërë që firma të rrisë financimin me anë të borxhit. Studimet e Jensen dhe Meckling (1976) dhe Jensen (1986), tregojnë se përdorimi i borxhit ndihmon në kontrollin e problemeve të agjencisë, duke i detyruar menaxherët që parandë e tepërt ta përdorin për të shlyer

²⁶ Faza e themelimit dhe e vdekjes nuk paraqiten në tabelë pasi në këto faza struktura e kapitalit nuk ekziston.

²⁷ Përfaqëson përlllogaritjen e borxhit duke përdorur të dhënat e pasqyrave financiare dhe jo duke i'u referuar treguesve të tregut.

borxhin e marrë. Pra, sipas kësaj teorie ekziston një marrëdhënie pozitive midis levës dhe përfitueshmërisë.

Ndërsa teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se firmat preferojnë financimin e brendshëm ndaj përdorimit të fondeve të jashtme. “Nëse investimet dhe dividendët janë fikse, atëherë firmat me përfitueshmëri më të lartë do të përdorin më pak borxh me kalimin e kohës” (Frank dhe Goyal, 2009, f. 15). Pra, firmat fitimprurëse kanë mundësi që të rrisin fitimet e pashpërndara, duke çuar në një lidhje negative midis përfitueshmërisë dhe levës financiare.

Studimet e bazuara në identifikimin e lidhjes midis përfitueshmërisë së firmës dhe strukturës së kapitalit, kanë dhënë rezultate të ndryshme (Modigliani dhe Miller, 1958; Myers, 1984; Titman dhe Wessels, 1988; Harris dhe Raviv, 1990; Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2003; Antoniou et al., 2002; Daskalakis dhe Psillaki, 2006; Degryse et al., 2009; Frank dhe Goyal, 2009). Në studimin e Titman dhe Wessels (1988), u përdorën të ardhurat para interesave dhe tatimit (EBIT) ndaj totalit të aktiveve, për të matur përfitueshmërinë. Dhe rezultatet treguan se, nëse rentabiliteti i firmave rritet, leva do të ulët²⁸. Duke përdorur të dhëna të firmave amerikane, nga viti 1974 deri në 1982, studimi i tyre gjeti se dhe kostot e transaksionit ndikojnë mbi lidhjen negative midis përfitueshmërisë dhe niveleve të borxhit.

Rajan dhe Zingales (1995), vërtetuan se përfitueshmëria është e lidhur negativisht me levën financiare dhe ndikimi negativ i saj mbi levën, bëhet më i fortë, me rritjen e madhësisë së firmës. Në studimin e tyre, ata përdorën të dhënat kontabël dhe të dhënat mbi çmimet mujore të aksioneve të korporatave jofinanciare të vendeve të G-7 gjatë periudhës 1987-1991. Ata sugjeruan se dallimet në përdorimin e levave anembanë vendeve të G-7, nuk ishin aq të mëdha sa ishte menduar më parë. Regresioni i vlerësuar prej tyre paraqitej në trajtën e mëposhtme:

$$\text{Leva(firma } i) = \beta_0 + \beta_1 * \text{Aktive te prekshme}(i) + \beta_2 * \text{Raporti treg - liber}(i) + \beta_3 * \text{Ln shitje}(i) + \beta_4 * \text{ROA}(i) + \varepsilon$$

Në modelin e tyre ata përdorën levën, si variabël të varur dhe aktivet e trupëzuara (vlera kontabël e aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve), raportin treg-libër (vlera kontabël e aktiveve minus vlerën kontabël të kapitalit plus vlerën e tregut të kapitalit pjesuar me vlerën kontabël të aktiveve), madhësinë e firmave (logaritmi natyror i shitjeve neto) dhe përfitueshmërinë (EBITDA-në ndaj vlerës kontabël të aktiveve), si variabla të pavarura. Rezultatet treguan ekzistencën e një marrëdhënie negative ndërmjet përfitueshmërisë dhe levave, korrelacion pozitiv midis trupëzimit të aktiveve dhe levave në të gjitha vendet (si për levat e matura me të dhënat kontabël ashtu dhe për levat e matura me të dhënat e tregut), dhe se madhësia e firmës është e lidhur pozitivisht me levat, përveç se në Gjermani, ku ajo paraqitej me korrelacion negativ.

Në përputhje me parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjes, analiza e korrelacionit, në studimin e Antoniou et al. (2002), tregoi një marrëdhënie negative ndërmjet levave (levës kontabël dhe levës së tregut) dhe përfitueshmërisë në të gjitha vendet (në Mbretërinë e Bashkuar, Francë dhe Gjermani). Sipas Daskalakis dhe Psillaki (2006), lidhja negative midis përfitueshmërisë dhe levës nënkupton që firmat mund të financojnë vetveten duke ndjekur modelin e teorisë së rendit të zgjedhjes. Studimi i Degryse et al. (2009), u

²⁸ Shiko: Titman dhe Wessels (1988), Tabela III, f. 13.

zhvillua mbi ndërmarrjet e vogla dhe të mesme (SME), hollandeze me nivel të shitjeve vjetore më të ulëta se 20 milion Euro. Kërkimi u realizua gjatë periudhës kohore 2002-2005 dhe me një mostër prej 103.217 vëzhgimesh vjetore të firmave. Ata arritën në përfundimin se përfitueshmëria e matur nga ROA-ja (raporti i EBITD-së ndaj totalit të aktiveve), është e lidhur negativisht me raportin e totalit të borxhit (raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve). Pra, nëse një firmë ka nivele të larta të fitimeve, atëherë nivelet e borxhit do të jenë të ulëta, duke sugjeruar që menaxherët e SME-ve preferojnë financimin me anë të fondeve të brendshme, ashtu siç parashikon dhe teoria e rendit të zgjedhjes.

Frank dhe Goyal (2003) analizuan kompanitë e listuara amerikane gjatë periudhës 1971-1993, si dhe përdorën regresionin e mëposhtëm për firmat e vogla dhe të mëdha:

$$\Delta B(\text{firm } i) = \beta_0 + \beta_t * \Delta P(t) + \beta_{mtb} * \Delta RTL(t) + \beta_{ls} * \Delta LSH(t) + \beta_p * \Delta P(t) + \varepsilon$$

Ata morën në konsideratë pesë përkufizime alternative të levës financiare: totalin e borxhit ndaj totalit të aktiveve ($TDA = D / TA$), borxhin afatgjatë ndaj totalit të aktiveve ($LDA = DL / TA$), totalin e borxhit ndaj vlerës së tregut të aktiveve ($TDM = D / MA$), borxhin afatgjatë ndaj vlerës së tregut të aktiveve ($LDM = DL / MA$), dhe raportin e mbulimit të interesave ($ICR = INT / OIBD$)²⁹.

Në regresionin e tyre: B = borxhi total, P (trupëzimi i aktiveve) = aktivet fikse ndaj totalit të aktiveve, RTL (raporti treg-libër) = vlera e tregut të aktiveve (vlera kontabël e aktiveve plus diferencën midis vlerës së tregut të kapitalit dhe vlerës kontabël të kapitalit pjesëtuar me vlerën kontabël të aktiveve, LSH (ln e shitjeve) = logaritmi natyror i shitjeve, F (fitimi) = të ardhurat operative ndaj vlerës kontabël të aktiveve. Rezultatet e studimit të tyre treguan se firmat e vogla nuk e ndjekin teorinë e rendit të zgjedhjes, ndërsa firmat e mëdha po. “Në kontrast me atë që është sugjeruar shpesh, financimi i brendshëm nuk është i mjaftueshëm për të mbuluar shpenzimet për investime, ndërsa financimi i jashtëm është gjerësisht i përdorur për investime. Financimi me anë të borxhit nuk dominon mbi financimin me anë të kapitalit të vet” (Frank dhe Goyal, 2003, f. 20). Ata gjetën se përfitueshmëria është e lidhur pozitivisht me TDA-në dhe LDA-në, por është e lidhur negativisht me TDM-në dhe LDM-në. Gjithashtu ky variabël ka një lidhje më të fortë pozitive me TDA-në sesa me LDA-në dhe një lidhje shumë më të fortë negative me LDM-në sesa me TDM-në³⁰.

Studime të tjera tregojnë për një marrëdhënie pozitive midis levës financiare dhe përfitueshmërisë së firmave (Gosh et al., 2000; Xu, 2012).

Rezultatet e studimit të Xu (2012) vërtetuan lidhjen pozitive ndërmjet levës kontabël dhe përfitueshmërisë. Duke përdorur një mostër firmash të listuara amerikane, gjatë periudhës 1989-2004 (3.938 kompani prodhuese të Compustat-it me një total prej 29.856 vëzhgimesh vjetore), si dhe duke përdorur regresionet OLS, ai zbuloi se përfitueshmëria, (e matur nga të ardhurat operative ndaj totalit të aktiveve të vitit të mëparshëm), dhe leva

²⁹ Ku: DL = borxhi afatgjatë, D = borxhi total, EM = vlera e tregut e kapitalit, EB = Vlera kontabël e kapitalit, OIBD = Fitimi operativ para amortizimit, INT = shpenzimet e interesit, TA = Vlera totale kontabël e aktiveve të një kompanie ($TA = D + EB$), MA = vlera e tregut e pasurive të firmës ($MA = D + EM$).

³⁰ Shiko: Frank dhe Goyal (2003), Tabela 5, f. 44.

kontabël janë të lidhura pozitivisht me njëra-tjetrën. Rezultatet gjithashtu sugjerojnë ekzistencën e një lidhjeje pozitive midis përfitimit të pritshëm dhe levës së tregut.

3.6.2 Struktura e aktiveve (Trupëzimi)

Sipas teorisë trade-off, aktivet e trupëzuara, të tilla si toka, ndërtesat, fabrikat dhe pajisjet janë më të lehta nga palët e jashtme për t'u vlerësuar ndryshe nga aktivet e patrupëzuara si, psh. vlera e emrit të mirë. Kështu kreditorët janë më të gatshëm që të investojnë në firma të cilat kanë nivele të larta të aktive fikse, pasi dhe kostot e falimentimit janë më të ulta. Përveç kësaj, rritja e nivelit të aktiveve të prekshme (të trupëzuara), e bën të vështirë për aksionerët që të zëvendësojnë aktivet me rrezik të lartë ndaj atyre me rrezik të ulët. “Kostot më të ulëta financiare (frika për të falimentuar), dhe reduktimi i problemeve të agjencisë, të lidhura me borxhin, bëjnë që të ekzistojë një lidhje pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe levës financiare” (Frank dhe Goyal, 2009, f. 19).

Ndërsa teoria e rendit të zgjedhjes bën parashikime të kundërta. “Asimetria e ulët e informacionit, e lidhur me aktivet e trupëzuara, bën që emetimi i kapitalit shtesë të jetë më pak i kushtueshëm. Kështu, raporti i levës duhet të jetë më i ulët për firmat të cilat kanë nivel më të lartë të aktiveve fikse” (Frank dhe Goyal, 2009, f. 19).

Studimet e zhvilluara nga Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995) argumentojnë se raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve (trupëzimi i aktiveve), është një faktor i rëndësishëm për të përcaktuar nivelin e levës. Një arsye për këtë është se pasuria e trupëzuar mund të përdoret si kolateral, duke bërë të mundur dhe reduktimin e kostove të agjencisë, të cilat lidhen me emetimin e borxhit (Rajan dhe Zingales, 1995, f. 1455).

Trupëzimi i aktiveve ishte njëri prej variablave të ekzaminuar nga studimi i Pandey (2002) në Malajzi. Ai përdori të dhënat e 208 kompanive, të listuara në Bursën e Kuala Lumpur për periudhën 1993-2000. Raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve, e matur nga ana kontabël, u përdor si ndryshore e varur dhe trupëzimi (aktivet fikse ndaj totalit të aktiveve) ishte njëri nga ndryshoret e pavarura. Përdorimi i të dhënave panel si dhe i modelit me efekte fikse tregoi se ekziston një marrëdhënie pozitive midis prekmërisë së aktiveve dhe levës financiare në Malajzi.

Drobetz dhe Fix (2003) përdori raportin e aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve për të matur trupëzimin. Mostra e tyre fillestare përbëhej nga 253 firma të listuara në Indeksin e Performancës Zvicerane (SPI) e Bursës Zvicerane. Por duke përjashtuar të gjitha firmat e kategorizuar si “financiare” si dhe duke u fokusuar vetëm tek firmat jofinanciare, ata siguruan të dhëna mbi një total prej 124 firmash. Ata përdorën metodën e OLS (metoda e katrorëve të vegjël), dhe e matën levën duke përdorur dy përkufizime: (1) raporti i detyrimeve jokapitale ndaj totalit të aktiveve dhe (2) raporti i borxhit ndaj kapitalit. Ata arritën në përfundimin se ekziston një lidhje pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe levave. Rezultati i tyre mbështet parashikimin e teorisë trade-off, se kapacitetet për të rritur nivelin e borxhit rriten, me rritjen e përqindjes së aktiveve të prekshme ndaj atyre fikse.

Studimi i Fan et al. (2004) gjithashtu u përqëndrua mbi ndikimin e aktiveve të trupëzuara mbi levën e firmës. Mostra e tyre përfundimtare përbëhej nga 5.344 firma të 39 vendeve të ndryshme, duke përfutur 51.657 observime vjetore të firmave nga viti 1991 deri në vitin 2000. Ata e matën levën financiare (variabli i varur) përmes raportit të totalit të

borxhit ndaj vlerës së tregut të firmës dhe treguan se trupëzimi i aktiveve është i lidhur pozitivisht me levën.

Studimi i Daskalakis dhe Psillaki (2006) u përqëndrua mbi dy grupe të dhënash për Greqinë dhe Francën. Në mostrën e tyre, numri i firmave greke ishte 1.252 për periudhën gjashtëvjeçare, duke rezultuar në 6.260 vëzhgime dhe numri i firmave të mostrës franceze ishte 2.006 SME për periudhën 1997-2002, duke rezultuar në 10.030 të dhëna panel. Ata përdoren katër variabla të pavarura: struktura e aktiveve të firmave (e matur nga raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve); madhësia e firmave; përfitueshmëria e firmave dhe rritja ekonomike të firmave. Nga përdorimi të dhënave panel (1.252 firma greke dhe 2.006 firma franceze), ata arritën në përfundimin se ato firma që ruajnë një raport të lartë të aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve, kanë tendencë që të përdorin më pak borxh, ndoshta për shkak se një firmë me më shumë aktive të trupëzuara mund të ketë gjetur tashmë një burim të qëndrueshëm të të ardhurave, duke bërë që të kërkojnë më pak financim të jashtëm. Rezultati i tyre është në përputhje me teorinë e rendit të zgjedhjes.

3.6.3 Likuiditeti

“Literatura mbi studimin e lidhjes, midis strukturës së kapitalit të korporatave dhe mbajtjes së aktiveve likuide, nuk është shumë e gjerë” (Anderson, 2002, f. 2). Në studimin e Saddour (2006), ne gjejmë një përmbledhje të argumenteve të teorisë trade-off dhe asaj së rendit të zgjedhjes, të cilat shpjegojnë lidhjen midis likuiditetit dhe levës financiare. Sipas teorisë trade-off, firmat me raporte të ulëta borxhi nuk janë objekt monitorimi nga tregjet e kapitalit dhe ata mund të rrisin nivelin e borxhit për financimin e investimeve të reja. Pra, në këtë rast ekziston një marrëdhënie negative ndërmjet likuiditetit dhe levës. Në anën tjetër, firmat me raporte të larta borxhi kanë një qasje më të lehtë drejt tregjeve të kapitalit dhe, për këtë arsye, ata mbajnë më pak likuiditet. Por në qoftë se firmat kanë nivel më të lartë borxhi, kjo do të çojë në rritjen e probabilitetit të falimentimit të tyre. Pra, firmat me levë të lartë financiare preferojnë që të rrisin likuiditetin në mënyrë që të zvogëlojnë probabilitetin e falimentimit. Saddour (2006), identifikoi dy lloje kostosh ndaj mbajtjes së likuiditetit: (1) menaxherët maksimizojnë pasurinë e aksionerëve, atëherë “kostoja e mbajtjes”³¹ është e vetmja kosto që ekziston; (2) ne heqim dorë nga supozimi se menaxherët maksimizojnë pasurinë e aksionerëve, dhe, në këtë rast, kostot e mbajtjes së parasë rriten, pasi menaxherët tani kanë mundësi të angazhohen në shpenzime kapitale të padobishme (ata shtojnë likuiditetet për të rritur pasurinë nën kontrollin e tyre).

Gjithashtu ne mund të përmendim dy motive përfitimi nga mbajtja e likuiditeteve:

Motivi 1: Motivi i kostove të transaksionit, por kjo varet nga faktorë të ndryshëm, të cilët janë të përmendur në studimin e Saddour (2006):

1. Firmat e vogla e kanë më të kushtueshme që të rrisin fondet e jashtme dhe, për këtë arsye, ata mbajnë më shumë likuiditet.

³¹ Kostoja e mbajtjes ka të bëjë me diferencën midis kthimit nga investimi i parave dhe interesit që do të duhej të paguhej për të financuar një njësi shtesë të parave likuide.

2. Firmat, me mundësi më të mira për investime, mbajnë më shumë likuiditetet, për shkak se kostoja oportune e investimeve në rastin e mosrealizimit të tyre është më e madhe për këto kompani.
3. Firmat me më shumë paqëndrueshmëri të flukseve monetare mbajnë më shumë para për t'u mbrojtur nga situatat e flukseve monetare të ulta.
4. Niveli i shpenzimeve kapitale është i lidhur pozitivisht me nivelin e likuiditetit.
5. Nëse flukset monetare janë të larta, firmat duhet të mbajë më pak të holla për të përmbushur nevojat e ardhshme për investim.
6. Firmat që paguajnë dividendë, mund të ndërpresin pagesën e tyre, në mënyrë që të rrisin sasinë e likuiditeteve, kështu që ata mbajnë më pak aktive likuide.

Motivi 2: Ndikimi i informacionit asimetric në mundësinë për të rritur fondet (firma mund të ketë qasje në tregjet e kapitalit për të patur financimin e nevojshëm, por ata nuk dëshirojnë ta bëjnë këtë, për shkak se letrat me vlerë, që ata janë duke planifikuar që të emetojnë, janë të nënvlerësuara nga tregu).

Ndërsa sipas teorisë së rendit të zgjedhjes, likuiditeti ka një ndikim negativ mbi levën financiare. Në qoftë se shuma e parave të nevojshme për investime është më e lartë se fitimet e pashpërndara, firmat duhet të emetojë borxh të ri. “Kështu, kemi rritje të levës dhe ulje të likuiditetit” (Saddour, 2006, f. 9).

Teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se menaxherët preferojnë burimet e brendshme të financimit. Firmat, të cilat kanë pasuri të mjaftueshme likuide për investimet e ardhshme, nuk do të kërkojnë që të rrisin borxhin. “Kostoja e rritjes së nivelit të kapitalit të jashtëm ka të ngjarë, të rritet me rritjen e nivelit të asimetrisë së informacionit, e cila është më e spikatur në një ekonomi të orientuar nga tregu, sesa në një ekonomi të orientuar nga sistemi bankar” (Antoniou et al. 2002, f. 5). Sipas modelit të teorisë së rendit të zgjedhjes ose të “modelit të hierarkisë së financimit”, leva e firmës, e përcaktuar nga borxhi, reagon ndaj ndryshimeve të fondeve të brendshme të firmës. “Një firmë, pasi akumulon fonde të brendshme, ul levën e saj financiare” (Opler et al., 1999, f. 5). Opler et al. (1999) sugjeron se nuk ka një nivel optimal të likuiditetit të korporatave, ashtu siç nuk ka asnjë nivel optimal të borxhit. Firmat me flukse monetare të larta paguajnë dividendë, shlyejnë borxhet e tyre dhe grumbullojnë para për investimet e ardhshme. Firmat me flukse të ulëta monetare, emetojnë borxh për të financuar investimet, por ata nuk emetojnë aksione, pasi ato janë më të kushtueshme.

Në studimet e fundit, likuiditeti është konsideruar si një faktor i cili në mënyrë të konsiderueshme ndikon mbi zgjedhjen e strukturës së kapitalit të firmave (Opler et al., 1999; Morellec, 2001; Antoniou et al., 2002; Anderson, 2002). Studime të kryera në vende të ndryshme kanë vërtetuar ekzistencën e një lidhjeje negative ndërmjet likuiditetit dhe strukturës së kapitalit (Opler et al., 1999; Antoniou et al., 2002; Shahjahanpour et al., 2010). Opler et al. (1999), mori në studim firmat amerikane jofinanciare gjatë periudhës 1952-1994. Duke përdorur seritë kohore dhe testet e seksionit kryq (cross-section), ato konkluduan se aktivitetet likuide (raporti i parave dhe letrave me vlerë të tregtueshme ndaj totalit të aktiveve), rriten me rritjen e mundësive për investim, si dhe me rritjen e nivelit të aktiviteve të cilat kanë rrezik të lartë. Gjithashtu ata vërtetuan se firmat e vogla mbanin më shumë likuiditet sesa firmat e tjera, në mbështetje të teorisë statike trade-off. Pra, studimi i tyre vërtetoi se midis borxhit të korporatave (raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve) dhe likuiditetit, ekziston një lidhje negative.

Antoniou et al. (2002) hetoi përcaktuesit e strukturës së kapitalit të firmave franceze, gjermane dhe angleze përmes përdorimit të të dhënave panel. Periudha e mbledhjes së të dhënave, filloi nga viti 1969, 1983 dhe 1987 për Mbretërinë e Bashkuar, dhe për Francën dhe Gjermaninë, respektivisht përfundoi në 2000. Ata përdorën dhjetë variabla shpjeguese duke përfshirë: përfitueshmërinë, normën e tatimit, raportin treg-libër, raportin e aktiveve fikse, madhësinë e firmave, raportin e likuiditetit, luhatshmërinë e fitimeve, primin e tregut të aksioneve, strukturën kohore të normave të interesit, ndryshimet në çmimin e aksioneve dhe leven si variabël të varur. Studimi i tyre tregoi se variabli i likuiditetit ishte statistikisht i rëndësishëm dhe me varësi negative me levën financiare (tregon se nëse likuiditeti rritet përdorimi i borxhit ulet), vetëm në Britani të Madhe (të orientuar drejt tregut), dhe lidhja shfaqej e parëndësishme në Francë dhe Gjermani (e orientuar drejt bankave). Ata e shpjegojnë gjetjen e tyre me faktin se firmat gjermane kanë lidhje më të ngushta me huadhënësit e tyre (bankat), duke e çuar në minimum asimetrinë e informacionit si duke ulur nevojën për likuiditet të brendshëm. Ndërsa për firmat në Mbretërinë e Bashkuar ata sugjerojnë se rritja e kapitalit të jashtëm është me kosto më të lartë. Kështu ata arrijnë në përfundimin: “Preferenca e menaxherëve për likuiditet të brendshëm është më e rëndësishme në një ekonomi të orientuar nga tregu sesa në një ekonomi të orientuar drejt bankave” (Antoniou et al., 2002, f. 13).

Studimi i kompanive iraniane, i realizuar nga Shahjahanpour et al. (2010), vërtetoi ekzistencën e një lidhjeje negative midis likuiditetit dhe strukturës së kapitalit, duke argumentuar se kompanitë me likuiditet më të lartë nuk e rrisin përdorimin e borxhit. Duke përdorur të dhënat e kryqëzuara të 248 firmave, ata treguan se bizneset mbështeten në aktivet e tyre likuide. Ky rezultat është në përputhje me teorinë e rendit të zgjedhjes, sipas së cilës firmat nuk përdorin borxhin kur fondet e brendshme janë të shumta në dispozicion.

Studimi i Anderson (2002) sugjeron ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis levës dhe likuiditetit të firmave në Britaninë e Madhe dhe në Belgjikë. Rezultatet e tyre nuk janë në përputhje me studimin e mëparshëm të Opler et al. (1999), i cili u bazua në të dhënat amerikane dhe që vërtetoi lidhjen negative ndërmjet këtyre dy variablave. Anderson (2002), përdori një mostër për firmat jofinanciare të Mbretërisë së Bashkuar, të nxjerrë nga Datastream, duke përdorur raportet e tyre vjetore për një periudhë 12-vjeçare nga viti 1989 deri 2001. Gjithashtu ata përdorën dhe një mostër prej firmash të listuara belge, me të dhëna të bazuara në raportet e tyre financiare vjetore nga viti 1986 deri në 1999, të përpiluara nga ana e Bankës Kombëtare të Belgjikës. Vlerësimet e regresionit të tyre u morën duke përdorur të dhënat panel dhe metodën e OLS-së. Për firmat në Mbretërinë e Bashkuar, ata gjetën një lidhje të rëndësishme pozitive midis borxhit afatgjatë dhe mbajtjes së aktiveve likuide; gjithashtu ata gjetën prova të një lidhjeje negative midis borxhit afatshkurtër dhe likuiditetit të aktiveve. “Kjo sugjeron se borxhi afatshkurtër dhe mbajtja e aktiveve likuide mund të jenë zëvendësues të njëri-tjetrit në kuptimin që, nëse një firmë përballet me flukse të ulëta monetare, do të përdorë aktivet e saj likuide të disponueshme, mund të grumbullojë borxh afatshkurtër ose mund t’i bëjë të dyja njëkohësisht” (Anderson, 2002, f. 12). Për firmat belge, ata gjetën se borxhi afatshkurtër ishte i lidhur pozitivisht me aktivet likuide, ndërsa në Mbretërinë e Bashkuar, borxhi afatgjatë ishte i lidhur pozitivisht me aktivet likuide. Ky fakt vë në dukje se mund të ketë dallime të tjera institucionale midis Belgjikës dhe Britanisë së Madhe.

Gjithashtu pikëpamja tradicionale thekson se likuiditeti i lartë mund të rrisë vlerën e firmës në likuidim, dhe çon në rritjen e kapacitetit për të marrë borxh (Shleifer dhe Vishny, 1992). Morellec (2001) ekzaminoi sesi struktura e kapitalit dhe kostoja e borxhit ndikohen nga niveli i likuiditeteve të aktiveve të korporatës. Gjithashtu, ai e konsideroi mundësinë që firma mund të likuidojë një pjesë të aktiveve përpara mbylljes së aktiviteteve të saj. Ai tregoi se, nëse niveli i borxhit mbahet i pandryshuar, kjo shitje e pjesshme e aktiveve të firmës do të çojë në rritjen e vlerës së kapitalit dhe në zvogëlimin e vlerës së borxhit. Kështu, sipas studimit të tij, rritja e aktiveve likuide, psh. mundësia për të shitur aktivet, do të zvogëlojë vlerën e firmës dhe kapacitetin e marrjes së borxhit shtesë.

3.6.4 Madhësia e firmës

Teoria trade-off argumenton se firmat e mëdha dhe të diversifikuara, përballen me një rrezik më të ulët falimentimi, duke bërë që ato të kenë një nivel borxhi relativisht më të lartë. “Firmat e mëdha kanë një reputacion të mirë në tregjet e borxhit dhe, rrjedhimisht, përballen me kosto më të ulëta të agjencisë. Prandaj, teoria trade-off parashikon se leva financiare dhe madhësia e firmës duhet të jetë të lidhura pozitivisht” (Frank dhe Goyal 2005, f. 38).

Warner (1977) ka dokumentuar se kostot e falimentimit janë relativisht më të larta për firmat e vogla, ndërsa Titman dhe Wessels (1988) në studimin e tyre argumentuan se firmat e mëdha kanë tendencë të jenë më të diversifikuara dhe të dështojnë më rrallë. Kështu firmat më të mëdha, për shkak të diversifikimit, kanë një kapacitet më të lartë për të marrë borxh si dhe të maksimizojnë përfitimin nga zbritja e interesave të tij para tatimit (Antoniou et al, 2002).

“Teoria e rendit të zgjedhjes parashikon një lidhje të zhdrejtë ndërmjet levës financiare dhe madhësisë së firmës” (Frank dhe Goyal, 2005, f. 38). “Përveç kësaj, firmat më të vjetra kanë pasur një mundësi për të mbajtur fitimet” (Frank dhe Goyal, 2009, f. 16). Në anën tjetër, kjo teori parashikon se firmat e vogla do të rrisin nivelin e borxhit për të financuar deficiet, ndërsa firmat e mëdha do të rrisin kapitalin për të financuar deficiet. Kjo shpjegohet me faktin se firmat e vogla zakonisht kanë më shumë probleme të asimetrisë së informacionit dhe e kanë më të vështirë emetimin e kapitalit shtesë, ndryshe nga firmat e mëdha (Zhang dhe Kanazaki, 2008). Gjithashtu firmat e mëdha vërehen më nga afër nga analistët dhe, për këtë arsye, ato duhet të jenë më të kujdesshme në informacionin që përcjellin ndaj investitorëve, duke çuar në uljen e nivelit të borxhit dhe rritjen e sasisë së kapitalit të emetuar (Dobrex dhe Fix, 2003).

Shumë studime empirike kanë arritur në përfundimin se madhësia e firmës mund të ndikojë në përcaktimin e strukturës së kapitalit të saj (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2003; Daskalakis dhe Psillaki, 2006; Drobetz et al., 2007; Frank dhe Goyal, 2009).

Studimet e Rajan dhe Zingales (1995), Frank dhe Goyal (2003) dhe Agça dhe Mozumdar (2004), mbështesin parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjes, sipas së cilës firmat e vogla si pasojë e problemeve të mundshme të asimetrisë së informacionit, ndjekin parashikimet e kësaj teorie. Rajan dhe Zingales (1995, f. 1453) tregoi se madhësia e firmës ka një lidhje të rëndësishme negative me levën kontabël dhe me levën e tregut, në

një nga shtatë vendet e shqyrtuara në studimin e tyre ndërkombëtar mbi strukturën e kapitalit. Frank dhe Goyal (2003) përdori logaritmin natyror të aktiveve dhe logaritmin natyror të shitjeve për të matur madhësinë e firmave. Shenja e koeficientit të logaritmit natyror të shitjeve, rezultoi pozitiv, e kundërta e shenjës së koeficientit të logaritmit natyror të aktiveve dhe me ndikim më të madh mbi levën financiare të firmave. Sipas studimit të Agça dhe Mozumdar (2004), firmat e vogla përdorin emetimin e kapitalin shitesë si burim primar të fondeve, të ndjekur nga emetimi i borxhit dhe përdorimi i fitimit të pashpërndarë. Nga ana tjetër, fitimi i pashpërndarë rezultoi të jetë burimi kryesor i fondeve për firmat e mëdha, i ndjekur nga borxhi dhe nga kapitali shitesë. Mostra e tyre përmbante të gjitha firmat e Compustat gjatë periudhës kohore 1971-2001. Ata arritën në përfundimin se ndikimi i madhësisë (i matur përmes logaritmit natyror të shitjeve) mbi levën është pozitiv dhe koeficienti i llogarituar rezultoi statistikisht i rëndësishëm për të tërë kampionin. Ky rezultat tregon se firmat më të mëdha mund të emetojnë më shumë borxh. Gjithashtu studimi i Zhang dhe Kanazaki (2008) tregoi se firmat e mëdha përdorin më shumë borxh sesa firmat e vogla. Ky rezultat është në përputhje me studimet e mëparshme empirike, të cilat konkluduan se teoria e rendit të zgjedhjes gjen zbatim për firmat e vogla.

Autorë të tjerë kanë vërtetuar ekzistencën e një lidhjeje pozitive ndërmjet madhësisë së firmës dhe levës (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Daskalakis dhe Psillaki, 2006; Drobetz et al., 2007; Frank dhe Goyal, 2009). Studimi i Rajan dhe Zingales (1995), mbi përcaktuesit e strukturës së kapitalit, vërtetoi se madhësia e firmës është një faktor i rëndësishëm, që ndikon më shumë në vendimet e strukturës së kapitalit në Japoni sesa në SHBA. Ata përdorën logaritmin natyror të shitjeve neto për të matur madhësinë e firmave dhe arritën në përfundimin se ky variabël ka një lidhje të rëndësishme pozitive me levën kontabël në katër, nga shtatë vendet e marra në shqyrtim. Studimi i Daskalakis dhe Psillaki (2006), vërtetoi se struktura e aktiveve e firmave dhe përfitueshmëria, janë të lidhura negativisht me levën, ndërsa midis madhësisë së firmave dhe levës ekziston një lidhje pozitive. Sipas tyre, madhësia është e lidhur pozitivisht me levën për tri arsye kryesore (Daskalakis dhe Psillaki, 2006, f. 8):

- Së pari, madhësia është e lidhur ngushtë me rrezikun dhe kostot e falimentimit. Firmat më të mëdha priren të jenë më të larmishme, që do të thotë se ata paraqesin më pak rrezik dhe, si pasojë, ata kanë një probabilitet më të ulët dështimi.
- Së dyti, firmat më të mëdha mund të jenë në gjendje, që të reduktojnë kostot e transaksionit që lidhen me emetimin e borxhit.
- Së treti, kostot e informacionit janë më të ulëta për firmat e mëdha, për shkak se cilësia e informacionit financiar përmirësohet me rritjen e madhësisë së firmës.

Drobetz et al. (2007), gjetën gjithashtu se madhësia e firmave është e lidhur pozitivisht me levën, që tregon se ky variabël është tregues për uljen e probabilitetit të falimentimit, siç sugjerohet dhe nga teoria trade-off. Studimi i Frank dhe Goyal (2009), u përqëndrua mbi firmat amerikane, të listuara në Compustat gjatë periudhës 1950-2003, për të verifikuar nëse disa faktorë, duke përfshirë dhe llojin e industrisë, kanë ndikim mbi levën financiare të këtyre firmave. Ata e filluan hetimin e tyre me një grup të madh faktorësh dhe gjetën se vetëm gjashtë faktorë ishin statistikisht të rëndësishëm për t'u marrë në konsideratë (leva mesatare e industrisë, trupëzimi i aktiveve, raporti treg-libër i aktiveve përfitueshmëria, logaritmi natyror i aktiveve dhe inflacioni i pritur). Ata përdorën logaritmin natyror të aktiveve, për të matur madhësinë e firmave dhe arritën në

përfundimin se firmat e mëdha kanë tendencë që të kenë një nivel më të lartë të levës. Modeli i tyre paraqitet në trajtën e mëposhtme:

$$L(i, t) = \alpha + \beta * F(i, t - 1) + (i, t)$$

Ku: L_i, t është leva e firmës i në datën t , $F_i, t-1$ janë grupi i faktorëve të vëzhguar për firmën i në datën $t-1$ dhe α dhe β ishin parametrat për t'u vlerësuar.

Studime të tjera arritën në përfundimin se madhësia e firmës nuk është një përcaktues i levës financiare (Titman dhe Wessels, 1988; Mehran, 1992). Lidhja midis madhësisë së firmës dhe levës është shumë më e dobët tek studimi i Titman dhe Wessels (1988), ndërsa në studimin e Mehran (1992), lidhja midis dy variablave rezultoi e parëndësishme. Titman dhe Wessels (1988) arriti në përfundimin se firmat e vogla kanë tendencë për të përdorur në mënyrë të konsiderueshme më shumë financim afatshkurtër sesa firmat e mëdha, duke reflektuar kostot më të larta të transaksionit, me anë të së cilave firmat e vogla përballen gjatë emetimit të borxhit afatgjatë ose të kapitalit. Gjithashtu ata zbuluan se madhësia e firmës është e lidhur me raportin e borxhit afatgjatë ndaj vlerës kontabël të kapitalit, por jo me raportin e borxhit afatgjatë ndaj vlerës së tregut të kapitalit. “Kështu, kjo tregon se niveli i borxhit nuk ndikohet shumë nga madhësia e firmave dhe kjo dëshmi tregon se shumë firma marrin parasysh vlerën e tregut të kapitalit të tyre, kur zgjedhin nivelin e borxhit afatgjatë” (Titman dhe Wessels, 1988, f. 14). Pearson dhe Titman (2009, f. 15-16) japin dy lloje shpjegimesh për ekzistencën e një lidhjeje të dobët midis atyre dy variablave: së pari, kostot fikse të rifinancimit janë më të kushtueshme për firmat e vogla dhe kjo do të shkaktojë që këto firma do të kenë devijime të mëdha, nga leva e tyre e synuar. Së dyti është, se nuk ka një efekt të “pastër” të madhësisë së firmave, por madhësia e firmës është e lidhur me numër të tjerë faktorësh që ndikojnë në kostot e huamarrjes. Kështu mundësia e diversifikimit të firmave të mëdha, bën që ata të kenë një paqëndrueshmëri më të ulët të fitimeve dhe të flukseve monetare, duke shkaktuar zvogëlimin e probabilitetit të falimentimit, dhe duke bërë që firmat e mëdha të marrin më shumë borxh.

3.6.5 Rreziku i firmës

Kostot e falimentimit, sipas teorisë trade-off, mund të rriten me rritjen e rrezikut të firmës, ndërsa përfitimi tatimor, nga përdorimi i borxhit, mund të reduktohet. Kjo teori sugjeron se, nëse luhatshmëria e të ardhurave (rreziku) rritet, firmat duhet të përdorin më pak borxh. Një rrezik i lartë operativ, i kombinuar me rreziqe të larta financimi, do të rezultojë në një probabilitet më të lartë falimentimi (Myers, 1984).

“Ndërsa një version i komplikuar, i teorisë së rendit të zgjedhjes, thekson se, nëse një firmë nuk do që të heqë dorë nga projektet fitimprurëse në të ardhmen, atëherë ajo duhet të përdorë më pak borxh në të tashmen” (Dincergok dhe Yalciner, 2011, f. 90). Kështu, nëse një firmë paraqet rrezik të lartë, atëherë ajo do të përpiqet që të grumbullojë fonde të brendshme dhe të jetë më e kujdesshme ndaj rritjes së financimit të jashtëm apo nivelit të borxhit.

Evidencat empirike nuk janë të qarta, mbi lidhjen midis levës financiare dhe rrezikut. Kështu, studimi i Titman dhe Wessels (1988), vërtetoi ekzistencën e një marrëdhënie negative midis rrezikut të biznesit dhe levës financiare.

Dincergok dhe Yalciner (2011) studiuhan variablat që ndikojnë tek firmat e listuara prodhuese në Turqi, Brazil, Argjentinë dhe Indonezi gjatë periudhës 2000-2007. Duke përdorur analizën e të dhënave panel dhe tri mënyra të matjes së levës financiare të firmave L1 (totali i pasiveve afatgjata ndaj totalit të aktiveve), L2 (totali i detyrimeve ndaj totalit të aktiveve) dhe L3 (totali i detyrimeve afatgjata ndaj totalit të aktiveve minus vlerën kontabël të kapitalit, plus vlerën e tregut të kapitalit), u vërtetua se variabli i rrezikut, i matur nga raporti i devijimit standart të fitimeve para interesit dhe taksave ndaj aktiveve mesatare totale, ka ndikim pozitiv mbi raportin e borxhit. Rezultatet kanë rezultuar të jenë pozitive dhe statistikisht të rëndësishme, për raportin kontabël të totalit të borxhit (totali i detyrimeve ndaj totalit të aktiveve) në dy vende: Brazil dhe Indonezi.

Studimi i Paydar dhe Bardai (2012) në Malajzi tregoi se rreziku i matur nga raporti i shitjeve ndaj të ardhurave operative, nuk ndikon në mënyrë të rëndësishme mbi përcaktuesit e strukturës së kapitalit.

3.6.6 Fleksibiliteti financiar

Fleksibiliteti financiar i referohet sasisë së mjeteve likuide apo i sasisë së parave që zotëron firma. Chen and Jiang (2001) e kanë përkufizuar këtë variabël si sasia e parave dhe e letrave me vlerë të tregtueshme, e pjesuar me aktivet korente të firmës. Sipas teorisë së rendit të zgjedhjes, një firmë e cila ka një raport fleksibiliteti të lartë, do të pakësojë levën financiare, pasi ajo zotëron fonde të mjaftueshme për të financuar aktivitetet e saj. Ky rezultat është gjetur dhe në studimin e Chen and Jiang (2001), në të cilin është vërtetuar ekzistenca e një lidhjeje negative midis fleksibilitetit financiar dhe nivelit të borxhit. Ndërsa studimet e Hsia (1981) dhe Huang and Song (2004), vërtetuan se midis problemeve financiare të firmës dhe levës financiare ekziston një lidhje pozitive.

3.6.7 Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh

Përfitimi tatimor, i cili rezulton nga interesat e borxhit, nuk është metoda e vetme që redukton pagesat e taksave të korporatave. Ekzistenca e shpenzimeve me natyrë joborxhi ofron një rrugë alternative për reduktimin e tatimit të firmave, i cili është vërtetuar dhe nga studimi i DeAngelo dhe Masulis (1980). Ata argumentojnë se kursimet marxhinale, të korporatave nga një njësi shtesë e borxhit, zvogëlohen me rritjen e shpenzimeve joborxh.

Sipas teorisë trade-off, nëse një firmë ka nivel të lartë amortizimi, atëherë përfitimi i mundshëm tatimor nga përdorimi i borxhit ulet, duke bërë që dhe niveli i levës të ulet. Kjo ndodh pasi shpenzimet e amortizimit janë të zbritshme para tatimit dhe përfitimi tatimor, që rezulton nga përdorimi i tyre, është i njëjtë me shpenzimet e interesave të borxhit. Dallimi midis tyre qëndron në faktin se përdorimi i borxhit çon në rritjen e kostove të falimentimit të firmës dhe përbën dalje reale paraje.

Teoria e rendit të zgjedhjes jep argumente të ndryshme duke theksuar se firmat që janë subjekt i zbritjeve të tjera tatimore (psh. si shpenzimet e amortizimit), kanë më pak nevojë që të shfrytëzojnë borxhin, për të siguruar përfitim nga përdorimi i tij. Kështu, sipas kësaj teorie, parashikohet një marrëdhënie negative midis përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh dhe levës financiare (Ramlall, 2009, f. 86). Nga ana tjetër, shpenzimet e amortizimit nuk janë shpenzime reale monetare dhe, nëse një firmë ka nivel të lartë amortizimi, atëherë ajo do të ketë më shumë mundësi që të grumbullojë fonde të brendshme, duke reduktuar nivelin e borxhit.

Studimet e mëparshme që mbështesin lidhjen negative midis këtyre dy variablave janë ato të DeAngelo dhe Masulis (1980), Bradley et al. (1984), Rajan dhe Zingales (1995), Deesomsak et al. (2004), Gurcharan (2010) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011).

Gurcharan (2010) përdori një mostër prej 155 kompanish, të listuara në katër vende të përzgjedhura të ASEAN-it (Filipine, Indonezi, Tajlandë dhe Malajzi) për periudhën 2003-2007. Përmes ekuacioneve të regresionit, u testuan përcaktuesit e veçantë të firmave: përfitueshmëria, rritja, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh dhe madhësia si dhe përcaktuesit specifikë të vendeve: madhësia e bankave, madhësia e tregut të aksioneve, norma e rritjes e GDP-së dhe inflacioni. Ai vërtetoi se përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh ka një ndikim të rëndësishëm negativ mbi borxhin, sidomos për firmat në Malajzi.

Në studimin e Dincergok dhe Yalciner (2011), u vërtetua se marrëdhënia midis shpenzimeve joborxh dhe levës, është negative dhe statistikisht e rëndësishme vetëm në Indonezi, ndërsa studimi i Titman dhe Wessels (1988), nuk mbështet ekzistencën e një lidhjeje midis nivelit të shpenzimeve joborxh dhe levës financiare.

Studimi i Bradley et al. (1984) gjeti një lidhje të rëndësishme pozitive midis nivelit të borxhit të firmave dhe nivelit të shpenzimeve joborxh. Ata sugjeruan se firmat që kanë më tepër investime në aktive të trupëzuara, kanë nivele më të larta të zhvlerësimit dhe do të kenë levë më të lartë financiare. Ekzistenca e një lidhje pozitive midis këtyre dy variablave kundërshton teorinë e DeAngelo dhe Masulis (1980), e cila mbështet zëvendësimin e shpenzimeve të interesave të borxhit me shpenzimet joborxh.

3.7 Faktorët makroekonomikë

“Identifikimi i faktorëve që ndikojnë në zgjedhjen e strukturës së kapitalit të firmave, ka qenë prej kohësh objekt debati” (Mahmud et al., 2009, f. 10). “Por analizat, mbi marrëdhëniet midis faktorëve makroekonomikë, si një faktor kritik i jashtëm mbi politikat financiare të korporatave, nuk është studiuar aq sa është analizuar ndikimi i karakteristikave specifike të firmave” (Abzari et al., 2012, f. 133). Faktorët makroekonomikë të tillë, si: norma e GDP-së dhe e inflacionit janë vërtetuar të kenë ndikim të rëndësishëm mbi borxhin bankar. Firmat shfrytëzojnë më shumë borxhin bankar kur vendi ka normë të lartë të rritjes së GDP-së dhe normë inflacioni të ulët, siç u vërtetua dhe nga studimi i Saeed dhe Scheuermann (2008)³².

Gjithashtu dy teoritë e strukturës së kapitalit: teoria trade-off dhe teoria e rendit të zgjedhjes, kanë argumentuar se faktorët institucionalë të vendit duhet të merren në konsideratë për të përcaktuar levën financiare të firmës (Joeveer, 2006).

³² Artikull i prezantuar në: “Annual London Conference On Money, Economy and Management 2008”.

3.7.1 Norma e rritjes së GDP-së

Norma e rritjes së ekonomisë është një mënyrë e matjes së rritjes së mundësive në dispozicion për firmat (Smith dhe Watts, 1992). Pra, ne presim që rritja ekonomike të jetë e lidhur pozitivisht me levën për të gjitha llojet e firmave (teoria trade-off). Nëse GDP-ja e një vendi është në rritje (pra ekziston një normë pozitive e rritjes së GDP-së), kjo mund të jetë një sinjal që kompanitë kanë mundësi të mira për investime dhe pritjet që ato të sigurojnë më shumë fitime. Por nga ana tjetër, nëse fitimet e korporatave kanë pësuar rritje ndër vite, problemet e agjencisë midis aksionerëve dhe menaxherëve janë më pak të theksuara, duke çuar në uljen e sasisë së emetuar të borxhit (Frank dhe Goyal, 2009). Teoria trade-off sugjeron se, nëse GDP-ja e një vendi rritet atëherë dhe aktiviteti prodhues i firmave do të rritet. Në këtë situatë, dhe niveli i borxhit duhet të rritet për të përballuar investimet shtesë dhe për të përfutur nga zbritja e interesave të borxhit para tatimit.

Nga ana tjetër, teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se, me rritjen e GDP-së, firmat kanë mundësi që të grumbullojnë më shumë fonde të brendshme. Këto fonde mund të përdoren për investime, për shkak se firmat kanë mjaftueshëm flukse monetare. Pra raporti i levës duhet të ulet gjatë periudhës së ekspansionit, sepse firmat do të rrisin përdorimin e fondeve të brendshme ndaj borxhit. Teoria e rendit të zgjedhjes është dominuese, sidomos për SME-të, duke argumentuar se norma e rritjes së GDP-së do të çojë në një situatë, në të cilën projektet mund të financohen me fondet e brendshme të firmës (Kassehah, 2008).

Disa studime kanë dhënë dëshmi empirike mbi ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis rritjes së GDP-së dhe levës financiare (Mateus, 2006; Bas et al., 2009; Saledi dhe Manesh, 2012). Mateus (2006) hetoi zgjedhjen e strukturës së kapitalit të 19.752 firmave të palistuara gjatë periudhës 1994-2004. Ai e zhvilloi studimin e tij, mbi firmat e gjashtëmbëdhjetë vendeve perëndimore evropiane³³, për të identifikuar variablat kryesore, të cilat ndikojnë në vendimet e strukturës së kapitalit të tyre. Midis variablave të tjera të pavarura, ai përdori Makro (t) si një vektor të faktorëve makroekonomikë të çdo vendi (duke përfshirë inflacionin, normën e interesit afatgjatë dhe afatshkurtër, normën e rritjes së GDP-së dhe spread-in e normave të interesit³⁴) si dhe D (it), si variabël të varur, i cili ishte një tregues i nivelit të borxhit të targetuar për firmën i në kohën t³⁵. Në studimin e tij rritja e GDP-së nominale ishte 5.15 përqind, norma mesatare e inflacionit, gjatë viteve dhe në të tëra vendet, ishte 3.17 përqind, norma mesatare afatshkurtër e interesit, e llogaritur si mesatare e normës pa-risk 3 mujore ishte 4.26 përqind dhe norma mesatare e interesit të borxhit afatgjatë, e llogaritur si norma mesatare e Bonove të Thesarit 10-vjeçare, ishte 5.16 përqind. Mateus (2006) vërtetoi në mënyrë empirike se koeficienti i normës së rritjes të GDP-së është pozitiv, por jo statistikisht i rëndësishëm.

³³ Vendet që u morën në studim nga Mateus (2006) ishin Austria, Belgjika, Danimarka, Finlanda, Franca, Greqia, Gjermania, Irlanda, Italia, Holanda, Norvegjia, Portugalia, Spanja, Suedia, Zvicra dhe Mbretëria e Bashkuar.

³⁴ Spread-i i normave të interesit i referohet diferencës midis normës mesatare të kthimit nga aktiviteti kreditues i institucioneve financiare dhe normës mesatare të paguar për depozitat.

³⁵ D (t) është tregues i nivelit të borxhit të targetuar dhe u mat përmes borxhit afatgjatë plus borxhit afatshkurtër plus llogaritë kreditore minus llogaritë debitore plus detyrimet e tjera korente.

Studimi empirik i Bas et al. (2009) përdori të dhënat e 11.125 firmave, të marra nga Anketa e Bankës Botërore të Ndërmarrjeve, të kryer mbi 25 vende në zhvillim, ndërsa të dhënat për variablat makroekonomikë u mbledhën nga Treguesit e Zhvillimit Botëror të publikuara në prill të 2008. Studimi i tyre përmbante 27.826 vrojtime, nga të cilat 48.1 përqind ishin mbi firmat e vogla, 41 përqind mbi firmat e mesme dhe 10.9 përqind mbi firmat e mëdha. Ata vlerësuan modelin e mëposhtëm, duke përdoruar metodën e OLS-së me efekte fikse:

$$\begin{aligned} Leva(it) = & \alpha(it) + \beta_1 * (it) + \beta_2 * Përfitueshmëria(it) + \beta_3 A * Vogël(t) + \beta_3 B \\ & * Madh(t) + \beta_4 * PBB/Popullsi(t) + \beta_5 * Rritja(t) + \beta_6 \\ & * Inflacion(t) + \beta_7 * Interes(t) + \beta_8 * Taksa(t) + \varepsilon(it) \end{aligned}$$

Në modelin e tyre, ata përdorën levën si ndryshore të varur (raporti i totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve për firmën i në kohën t) si dhe trupëzimin, përfitueshmërinë, variablin Vogël, Madh si dhe pesë tregues makroekonomikë si ndryshore të pavarura: GDP-në për banorë (GDP-në për banorë i vendit i në kohën t), normën e rritjes së GDP-së (norma e rritjes e GDP-së të vendit i në kohën t), norma e inflacionit (inflacioni i vendit i në kohën t, e matur me deflatorin të GDP-së), normën e interesit (norma e interesit të kreditimit të vendit i në kohën t) dhe norma e tatimit (norma marxhinale e tatimit të korporatës më të lartë në vendin i dhe në kohën t). Ata vërtetuan se variabli rritja e GDP-së ka një koeficient pozitiv, i cili tregon se në vendet me normë relativisht më të lartë të rritjes ekonomike, firmat nxiten që të rrisin nivelin e borxhit për financimin e investimeve të reja.

Por studiues të tjerë arritën në përfundimin se lidhja, midis rritjes së GDP-së dhe strukturës së kapitalit, është negative (Gurcharan, 2010; Dincergok dhe Yalciner, 2011) apo edhe e parëndësishme (Paydar dhe Bardai 2012; Abzari et al., 2012). Gurcharan (2010) gjeti se norma e rritjes e GDP-së ka një ndikim negativ mbi levën financiare dhe koeficienti i tij rezultoi i rëndësishëm në nivelin 1 përqind, ndërsa Dincergok dhe Yalciner (2011) vërtetuan se rritja reale e GDP-së ndikon negativisht në raportin e borxhit total.

Studimi i Abzari et al. (2012) u zhvillua në bazë të të dhënave të një pyetësoi të detajuar, të cilat u plotësuan nga drejtuesit financiarë të firmave të përzgjedhura të dhjetë industrive të mëdha. Ky pyetësor synonte të grumbullonte informacion në lidhje me ndikimin e variablave makroekonomikë (GDP-së, normës së interesit, normës së inflacionit dhe kursit të këmbimit) mbi strukturën e kapitalit të firmave të listuara në Bursën e Teheranit. Rezultati i analizës së regresionit tregoi se nuk ekziston një marrëdhënie e rëndësishme statistikore midis variablave makroekonomikë të zgjedhur dhe mënyrës sesi korporatat iraniane e përshtasin strukturën e tyre të kapitalit. Megjithatë shumica e menaxherëve financiarë u shprehën mbi efektet e kursit të këmbimit, normës së inflacionit dhe normës së interesit mbi strukturën e kapitalit të firmave.

Studimi i Paydar dhe Bardai (2012) në Malajzi vërtetoi ekzistencën e një lidhjeje pozitive, por të parëndësishme nga ana statistikore, midis normës së rritjes të GDP-së dhe raportit të totalit të borxhit dhe raportit të borxhit afatshkurtër.

3.7.2 Norma e inflacionit

“Menaxhimi i inflacionit është një nga detyrat më të vështira me të cilat hasen hartuesit e politikave ekonomike të një firme” (Basu, 2011, f. 4). “Një nga kostot më të rëndësishme të inflacionit është pasiguria, që ajo krijon për të ardhmen, dhe pasiguria për inflacionin e ardhshëm mund të ndikojë si në vendimet për investime nga ana e biznesit, ashtu dhe në vendimet për të rritur kursimin nga ana e konsumatorëve” (Golob, 1994, f. 27).

Teoria trade-off argumenton se vlera reale e zbritjeve tatimore të interesave të borxhit është më e lartë kur inflacioni është i lartë dhe firma duhet të përfitojë nga kjo rritje e zbritjeve tatimore (Taggart, 1985). Sipas kësaj teorie ekziston një lidhje pozitive midis nivelit të borxhit dhe inflacionit, pasi rritja e inflacionit zvogëlon vlerën reale të borxhit (Corcoran, 1977).

Ndërsa, sipas teorisë së rendit të zgjedhjes, rritja e inflacionit rrit pasigurinë për të ardhmen dhe firmat do të përpiqen që të përdorin fondet e tyre të brendshme, për financimin e aktiviteteve, duke reduktuar nivelin e borxhit.

Inflacioni është një nga faktorët makroekonomikë të analizuar nga studime të ndryshme empirike, të cilat synojnë që të identifikojnë marrëdhënien midis këtij variabli dhe levës financiare (Corcoran, 1977; Taggart, 1995; Gulati dhe Zantout, 1997; Mutenheri dhe Green, 2002; Mateus, 2006; Bas et al., 2009; Gurcharan, 2010).

Disa nga rezultatet e këtyre studimeve sugjerojnë se inflacioni ndikon në mënyrë të rëndësishme mbi strukturën e kapitalit (Corcoran, 1977; Taggart, 1985; Gulati dhe Zantout, 1997; Mateus, 2006; Frank dhe Goyal, 2007; Bas et al., 2009), por studiues të tjerë sugjerojnë se ndikimi i inflacionit mbi strukturën e kapitalit është i parëndësishëm (Mutenheri dhe Green, 2002; Gurcharan, 2010).

Gulati dhe Zantout (1997) zhvilluan një studim empirik, për të identifikuar efektin e inflacionit mbi strukturën e kapitalit. Në studimin e tyre, inflacioni u mat përmes rritjes së përqindjes së çmimeve të produkteve dhe kostove të prodhimit. Ata arritën në përfundimin se në mënyrë që të imunizohet potenciali i rritjes së firmës ndaj efekteve të inflacionit si dhe luhatjeve të normave të interesit, menaxhimi duhet të bëjë ndryshime të shpeshta të strukturës së kapitalit. Pra, studimi i tyre tregoi se inflacioni ndikon në mënyrë të rëndësishme mbi levën financiare të firmave.

Në studimin e Mutenheri dhe Green (2002), të zhvilluar mbi 52 kompani të listuara në Zimbabve gjatë periudhës 1990-1999, inflacioni (i matur si ndryshimi në përqindje i indeksit të çmimeve të konsumit) rezultoi se nuk ka efekt të konsiderueshëm mbi strukturën e kapitalit të firmave të Zimbabvesë³⁶. Ndërsa Gurcharan (2010) vërtetoi se koeficienti i inflacionit është negativ, por i parëndësishëm për të përcaktuar lidhjen e tij me levën financiare të firmave.

Disa prej autorëve kanë gjetur një lidhje të fortë negative midis të dy variablave (Mateus, 2006; Bas et al., 2009). Përveç faktorëve të veçantë të firmës dhe variablave të tjerë makroekonomikë, Mateus (2006), shqyrtoi normën e inflacionit dhe rezultatet e studimit të tij treguan se koeficienti i normës së inflacionit është i rëndësishëm dhe i lidhur negativisht me raportin e borxhit. Gjithashtu Bas et al. (2009) ka studiuar ndikimin e inflacionit mbi levën financiare. Ata arritën në përfundimin se koeficienti i inflacionit

³⁶ Shiko: Mutenheri dhe Green (2002), Tabela 4, f. 17.

është negativ, duke treguar se shuma e parave të huazuara nga firmat zvogëlohet me rritjen e normës së inflacionit.

Studimet e Corcoran (1977), Taggart (1985) dhe Frank dhe Goyal (2007) tregojnë se inflacioni është i lidhur pozitivisht me levën financiare. Studimi i Corcoran (1977), i zhvilluar mbi firmat amerikane, sugjeron një lidhje pozitive ndërmjet inflacionit dhe levës. Pra, në qoftë se inflacioni dhe norma e interesit rriten në mënyrë të barabartë, kostoja e financimit të borxhit do të bjerë për shkak të zbritjes së interesave para tatimit. “Kjo rënie në koston e huamarrjes së korporave bën që ato të rrisin nivelin e borxhit në strukturat e tyre kapitale” (Corcoran, 1977, f. 10). Ndërsa Taggart (1985) argumentoi se vlera reale e zbritjeve tatimore të interesave të borxhit është më e lartë, kur inflacioni është i lartë, gjë e cila konfirmon teorinë trade-off mbi ekzistencën e një lidhjeje pozitive midis të dy variablave.

Frank dhe Goyal (2007) shqyrtuan ndikimin e shumë faktorëve mbi vendimet e levave të firmave amerikane, të tregtuara publikisht gjatë periudhës 1950-2003. Periudha e studimit 1950-2003 u nda në gjashtë nënperiudha (pesë dekada dhe periudha e fundit, e përbërë nga të dhënat e viteve 2000-2003). Ndër faktorët që ata morën në konsideratë, ishte norma e prituri e inflacionit, e matur si ndryshimi i pritshëm në indeksin e çmimeve të konsumit gjatë vitit të ardhshëm, të cilat u morën nga të dhënat e Anketës Livingston. Ata përdorën përkufizime të ndryshme të levave³⁷ dhe rezultatet treguan: korrelacionet ndërmjet levave (të matur me anë të TDM-së dhe LDM-së) dhe inflacionit ishte pozitiv dhe i rëndësishëm në 4 nga 6 periudhat; korrelacionet ndërmjet levave (të matur me LDA) dhe inflacionit ishte pozitiv dhe i rëndësishëm në 2 nga 6 periudhat; korrelacionet ndërmjet levës (të matur me TDA-në) dhe inflacionit janë negative dhe të rëndësishme në 4 nga 6 periudhat dhe pozitive dhe të rëndësishme në dy periudhat e tjera. Pra, ky studim tregoi që, kur inflacioni pritet të jetë në nivele të larta, firmat kanë tendencë që të përdorin më tepër borxh³⁸.

3.7.3 Norma e interesit

Në rastin e teorisë statike trade-off, firmat zgjedhin atë formë financimi, e cila i ofron atyre përfitimin më të lartë tatimor. Kështu kjo teori parashikon ekzistencën e një lidhjeje pozitive midis interesit dhe levës financiare.

Ndërsa në studimin e Bartholdy dhe Mateus (2008), është bërë një përmbledhje e teorisë së rendit të zgjedhjes dhe, sipas saj, firma do të zgjedhë burimin më të lirë për të financuar aktivitetet e saj. Me rritjen e normës së interesit, firmat janë më pak të gatshme për të financuar investimet e reja me borxh, për shkak të rritjes së kostove së huamarrjes (Bartholdy dhe Mateus, 2008).

Sipas Antoniou et al. (2002) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011), norma e interesit është e lidhur negativisht me levën financiare. Antoniou et al. (2002) vërtetoi ekzistencën e një lidhjeje të anasjelltë ndërmjet strukturës kohore të normave të interesit për firmat franceze, gjermane dhe britanike, të marra në studim dhe dy levave financiare të

³⁷ TDM = Totali i borxhit ndaj vlerës së tregut të aktiveve, TDA = Totali i borxhit ndaj aktiveve, LDM = Borxhi afatgjatë ndaj vlerës së tregut të aktiveve dhe LDA = Borxhi afatgjatë ndaj aktiveve.

³⁸ Shiko: Frank dhe Goyal (2009), Tabela 2, f. 47.

përdorura: levës kontabël (LEV1) dhe levës së tregut (LEV2)³⁹. Ky studim konfirmoi se në periudhat me norma të larta të interesit afatgjatë, firmat janë më pak të gatshme për të rritur borxhin, duke u nxitur që të shtojnë kapitalin për të përmbushur nevojat e tyre financiare⁴⁰. Pra, firmat preferojnë të përdorin më shumë borxh, kur kostoja e huamarrjes është e ulët, në mënyrë që të shmangin rrezikun e falimentimit.

Bas et al. (2009) studiuuan lidhjen midis interesit (të matur përmes normës së kreditimit të vendit në kohën t) dhe levës financiare. Nga regresioni i përfutur, duke përdorur 27.826 observime, rezultoi se koeficienti i vlerësuar i normës së interesit nuk është statistikisht i rëndësishëm me levën financiare⁴¹. Por koeficienti i normës së interesit rezultoi të jetë pozitiv për borxhin afatshkurtër (e matur si detyrime afatshkurtra ndaj totalit të aktiveve) dhe negativ për borxhin afatgjatë (e matur si detyrime afatgjata ndaj totalit të aktiveve)⁴². Rezultatet sugjerojnë se firmat vazhdojnë të marrin hua afatshkurtra, megjithëse kanë një rritje të kostove të huamarrjes.

Studimi i Riaz (2011), i zhvilluar mbi 236 firma, të cilat i përkisnin 5 sektorëve të ndryshëm, në Pakistan ka dhënë rezultate të miksuara. Ky studim u fokusua në analizën e marrëdhënieve midis normës së kreditimit, norma e interesit e ofruar nga Banka e Shtetit të Pakistanit për firmat që donin të merrnin kredi nga ndërmjetësit financiarë dhe tre raporteve të borxhit: raporti i borxhit ndaj kapitalit, raporti i borxhit ndaj totalit të aktiveve dhe normës së kapitalizimit⁴³. Metoda e katrorëve të vegjël (OLS) u përdor si teknikë e regresionit me të dhëna kryq-seksionale dhe rezultatet treguan se vlerat e koeficientëve të normave të kreditimit ishin të rëndësishme, pozitive apo negative, sipas rasteve të ndryshme.

Tabela 3.2. Marrëdhënia midis variablave të zgjedhur dhe strukturës së kapitalit, sipas teorisë trade-off dhe teorisë së rendit të zgjedhjes

Përcaktuesit e strukturës së kapitalit	Teoria trade-off	Teoria e rendit të zgjedhjes
Përfitueshmëria	Pozitive	Negative
Trupëzimi i aktiveve	Pozitive	Negative
Likuiditeti	Pozitive	Negative
Madhësia e firmës	Pozitive	Negative
Rreziku i firmës	Negative	Negative
Fleksibiliteti financiar	Pozitive	Negative
Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	Negative	Negative
Norma e rritjes e GDP-së	Pozitive	Negative
Norma e inflacionit	Pozitive	Negative
Norma e interesit	Pozitive	Negative

Burimi: Dobrex dhe Fix (2003), Frank dhe Goyal (2005), Saddour (2006) dhe Bell dhe Vos (2009).

³⁹ LEV1 = Vlera kontabël e totalit të borxhit ndaj vlerës kontabël të totalit të aktiveve dhe LEV2 = Vlera kontabël e totalit të borxhit ndaj vlerës së tregut të kapitalit plus vlerën kontabël të totalit të borxhit.

⁴⁰ Shiko: Antoniou et al. (2002), Tabela 3, f. 26.

⁴¹ Bas et al. (2009) e matën levën financiare përmes raportit të totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve.

⁴² Shiko: Bas et al. (2009), Tabela 3, f. 33.

⁴³ Norma e kapitalizimit llogaritet si raporti i totalit të detyrimeve fikse ndaj totalit të kapitalit (Riaz, 2011, f. 10).

Tabela 3.2 paraqet një përmbledhje të parashikimeve të ndryshme, mbi lidhjen midis strukturës së kapitalit dhe variablave të pavarura, të marra në studim sipas teorisë trade-off dhe teorisë së rendit të zgjedhjes. Rezultatet e Tabelës 3.2 janë marrë nga shqyrtimi i disa studimeve mbi teoritë e strukturës së kapitalit.

3.8 Mënyra e financimit si dhe struktura e kapitalit e SME-ve

Për SME-të, burimet kryesore të financimit janë kapitali i vet (paratë e krijuara brenda firmës), kredia tregtare dhe borxhet e tjera. Zgjedhja e mënyrës së financimit ndikohet nga shpenzimet e burimeve, të cilat përcaktohen kryesisht nga kostot e zgjedhjes së problemit të asimetrisë së informacionit si dhe kostot e pritshme, të lidhura me mospagesën e borxhit. Kostot e asimetrisë së informacionit lindin nga mbledhja dhe analizimi i informacionit për të mbështetur vendimin e zgjerimit të kredisë, ndërsa kostot e mospagesës rezultojnë nga shitja e kolateralit nga ana e institucionit financiar për të rimarrë borxhin e akorduar. Në rastin e SME-ve, menaxherët dhe aksionerët shpesh janë i njëjti person, si rrjedhojë kapitali dhe fondet e krijuara brenda firmës, nuk kanë kosto të asimetrisë së informacionit. Kështu, këto fonde konsiderohen si burimi më i lirë i financimit. Në rastin e kredive afatgjata bankare, vlera e kredive është e kufizuar nga vlera e aktiveve të prekshme, ndërsa kredia bankare afatshkurtër është e lidhur me kapitalin punues.

Në këtë rast paraqja dhe ekuivalentët e saj (likuiditetet e firmës) mund të përdoren si kolateral për kreditë afatshkurtra bankare. Kështu, variabli kyç, për të shpjeguar kreditë afatshkurta, janë debitorët (llogaritë e arkëtueshme). Siç argumentohet dhe në studimin e Bartholdy dhe Mateus (2008), financimi përmes bankës është një mënyrë e mirë për zgjedhjen e problemeve të agjencisë. Banka mund të akordojë kredi me afate të gjata maturimi, por me norma interesi të cilat mund të rinegociohen psh. çdo tre muaj. Nëse një firmë përpiket që të mashtrojë bankat, atëherë këto institucione mund t'i japin “dënim” i cili dekurajon ato përpjekje.

Prendi dhe Xhaferri (2012) kanë dhënë prova sesi teoria e rendit të zgjedhjes dhe teoria trade-off veprojnë për biznesin. Studimi i tyre është i bazuar në të dhënat BEEPS⁴⁴ mbi SME-të për vitin 2005 dhe përfshin 28 vende. Rezultatet tregojnë se 72 përqind e SME-ve është e financuar nga fondet e brendshme. Analiza të njëjta janë bërë për SME-të shqiptare dhe maqedonase. Rezultatet mbi firmat maqedonase tregojnë se 74 përqind e financimit total përbëhet nga fondet e brendshme, në krahasim me 82 përqind për SME-të shqiptare, pasuar nga burime informale në formën e kredive familjare apo kredive tregtare nga furnizuesit e SME-ve. Firmat shqiptare preferojnë fondet e brendshme, kreditë bankare dhe vetëm 5 përqind e financimit total të tyre është nga burime të tjera. Sjellja e këtyre firmave paraqitet e njëjtë me atë të argumentuar nga teoria e rendit: firmat preferojnë fondet e brendshme ndaj atyre të jashtme dhe borxhin ndaj kapitalit neto.

Pavarësisht se janë gjetur prova empirike, që SME-të ndjekin një hierarki të burimit të financimit në përputhje me teorinë e rendit të zgjedhjes (Prendi dhe Xhaferri, 2012), ka studime të tjera, të cilat kanë vërtetuar të kundërtën. Rezultatet e studimit të Lopez-Gracia dhe Sogorb-Mira (2008) tregojnë se SME-të përpiqen, që të arrijnë objektivin ose

⁴⁴ BEEPS është shkurtimi i “Business Environment and Enterprise Performance Survey”.

optimumin e levës financiare (modeli trade-off), pavarësisht kostove të larta të transaksioneve me të cilat ata duhet të përballen.

Tabela 3.3. Përmbledhje e disa prej studimeve mbi strukturën e kapitalit

Autorët	Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003)	Daskalakis dhe Psillaki (2006)	Psillaki and Daskalakis (2008)	Degryse et al. (2009)	Paydar dhe Bardai (2012)
Vendi	Spanjë	Greqi, Francë	Greqi, Francë, Itali, Portugali	Hollandë	Malajzi
Firmat e studiuara	SME	SME	SME	SME	Firma të listuara
Periudha e studimit	1994-1998	1997-2002	1998-2002	2003-2005	2004-2010
Variabli i varur	DAGJ	DAT	DAT	DAGJ	DAT
Trupëzimi	(+) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(+) ^{***}	(+) [*]
Përfitueshmëria	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{***}	(-) ^{**}
Madhësia	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+) ^{**}	(+) ^{***}	(-)
Likuiditeti					(-) ^{**}
Rreziku					(-)
Rritja	(+) ^{***}	(+) ^{***}	(+)	(+) ^{***}	(+)
Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	(-) ^{***}			(+) ^{***}	
Norma e rritjes e GDP-së					(+)

Shënim: Shenja (+) tregon një lidhje pozitive midis variablave dhe shenja (-) tregon një lidhje negative midis tyre. Ndërsa ‘*’, ‘**’ dhe ‘***’ tregojnë përkatësisht 10% nivel rëndësie, 5% nivel rëndësie dhe 1% nivel rëndësie.

Burimi: Bell dhe Vos (2009), f. 7-8 si dhe shqyrtimi i literaturës nga autori.

Tabela 3.3 pasqyron lidhjen e gjetur midis variablave të përzgjedhura dhe levës financiare, sipas studimeve të Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), Daskalakis and Psillaki (2006), Psillaki and Daskalakis (2008), Degryse et al. (2009) dhe Paydar and Bardai (2012).

Tabela 3.4. Përmbledhje e rezultateve të studimit të Dincergok dhe Yalciner (2011) të zhvilluar mbi firmat e listuara të katër shteteve gjatë periudhës 2000-2007

Vendi i studiuar	Argjentinë		Brazil		Indonezi		Turqi	
Variabli i varur	DAGJ	DAT	DAGJ	DAT	DAGJ	DAT	DAGJ	DAT
Trupëzimi	(+) ***	(+) *	(+) **	(+) ***	(+) ***	(+) ***	(+) ***	(-) *
Përfitueshmëria	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***
Madhësia	(-)	(+) *	(-) ***	(-) ***	(-)	(+)	(+)	(+) ***
Përfitimi tativor nga shpenzimet joborxh	(+)	(+)	(-)	(-)	(-) ***	(-) ***	(+)	(+) **
Rreziku	(+)	(+)	(+)		(+)		(+)	
Rritja	(+)	(+)	(+)	(+)	(+) **	(-) **	(+) *	(+) ***

Shënim: Shenja (+) tregon një lidhje pozitive midis variablave dhe shenja (-) tregon një lidhje negative midis tyre. Ndërsa ‘*’, ‘**’ dhe ‘***’ tregojnë përkatësisht 10% nivel rëndësie, 5% nivel rëndësie dhe 1% nivel rëndësie.

Tabela 3.4 paraqet rezultatet e studimit të Dincergok dhe Yalciner (2011) mbi firmat e listuara në Argjentinë, Brazil, Indonezi dhe Turqi. Duke i'u referuar Tabelës 3.3 dhe Tabelës 3.4, rezultatet e gjetura mbi ndikimin e variablave, të marra në shqyrtim, ndryshojnë nga njëri kontekst ekonomik në tjetrin, pavarësisht nëse studimi është zhvilluar mbi firmat e vogla dhe të mesme apo mbi firmat e listuara.

3.9 Struktura e kapitalit e firmave të vendeve të rajonit

Dević dhe Krstić (2001) shqyrtuan përcaktuesit e strukturës së kapitalit të korporatave të listuara në Poloni dhe Hungari gjatë periudhës 1996-1998, duke përdorur një model të shumëfishtë regresioni linear si dhe duke u mbështetur në metodën OLS. Variabli i varur i përdorur është leva, ndërsa variablat e pavarur janë: madhësia, rentabiliteti, mundësitë e rritjes dhe trupëzimi. Rezultatet për Poloninë sugjeruan se madhësia e firmave është përcaktuesi më i rëndësishëm i modeleve të financimit të korporatave. Variabli i trupëzimit është i rëndësishëm kur leva përjashton detyrimet afatshkurtra nga borxhi, duke treguar se parashikimet e teorisë trade-off dhe të asimetrisë së informacionit nuk janë të zbatueshme për të financuar rrjedhjen e fondeve nga furnizuesit e inputeve. Kjo tregon se marrëdhëniet me kreditorët janë vendimtare për sigurimin e financimeve pa interes dhe rëndësia e këtij lloji financimi është shtuar me ritme relativisht të larta. Për këtë arsye, autorët sugjerojnë një studim më të hollësishëm mbi ndikimin e marrëdhënieve midis firmave dhe kreditorët e tyre tek modelet e strukturës së

korporatave në Poloni. Rezultatet për Hungarinë sugjerojnë se rentabiliteti është variabli më i rëndësishëm në shpjegimin levave në mostrën e kompanive nga ky vend. Lidhja e anasjelltë ndërmjet përfitueshmërisë dhe levave përputhet me supozimet e teorisë së rendit të zgjedhjes së strukturës së kapitalit. Sa i përket dallimeve institucionale dhe levave, gjetjet e këtij studimi, kryesisht mbështeten në gjetjen se firmat nga Polonia dhe Hungaria kanë levë relativisht më të ulët në krahasim me firmat e vendeve të G7. Ky rezultat veçanërisht është i vërtetuar në rastin kur leva matet si raporti i borxhit total ndaj kapitalit, të cilat mund të shpjegohen nga fakti se tregjet e letrave me vlerë të borxhit, nuk konsiderohen si ofruesit kryesorë të financave të firmave në Poloni dhe Hungari si dhe nga kostot relativisht të larta të kredive bankare në këto vende. Nga ana tjetër, në periudhën e studimit Polonia dhe Hungaria konsideroheshin si vende në tranzicion dhe si rrjedhojë pritej që zhvillimi i tregjeve të kapitalit në këto vende mund të ishte me ritme më të shpejta krahasuar me vendet e zhvilluara.

Nivorozhkin (2002) studioi zhvillimet në tregjet e kapitalit në Hungari gjatë periudhës 1992-1995 si dhe përcaktuesit e strukturës së kapitalit të kompanive të listuara në bursën e Budapestit. Kompanitë hungareze rezultuan me raport shumë të ulët të levës. Gjetjet empirike tregojnë se lidhja negative midis levave dhe variablit trupëzim vjen kryesisht nga mungesa e financimit përmes borxhit afatgjatë. Marrëdhënia midis levave dhe madhësisë së kompanive ofroi disa tregues mbi rëndësinë e kredive tregtare për kompanitë. Nga ana tjetër kompanitë më fitimprurëse rezultuan me nivel më të ulët borxhi se ato më pak fitimprurëse. Firmat prodhuese dhe firmat me aksioner kryesor shtetin, kanë nivele më të larta të financimit me borxh krahasuar me kompanitë e tjera. Gjithashtu rritja e borxhit publik redukton një pjesë të financimit në formën e kredive për kompanitë. Autori konstaton se politikat e qeverisë hungareze kanë çuar në trajtime preferenciale të disa kompanive. Këto dy faktorë, së bashku me rregulloren e shtrënguar bankare ka çuar në racionimin e kredive për bizneset. Në përfundim të punimit theksohet se marrëdhënia negative midis levës dhe trupëzimit është për shkak të mungesës së financimit me anë të borxhit afatgjatë. Marrëdhënia midis levës dhe madhësisë së kompanisë ofron disa tregues mbi rëndësinë e kredive tregtare për firmat hungareze. Kompanitë më fitimprurëse rezultuan me nivel më të ulët borxhi se ato më pak fitimprurëse. Rezultatet nga klasifikimi industrial tregojnë se kompanitë prodhuese kanë nivele më të larta të financimit me borxh.

Studimi i Dragotă dhe Semenescu (2008) mbi analizën e strukturës së kapitalit të kompanive të listuara rumune, arriti në përfundimin kryesor se financimi i aseteve të tyre realizohet sipas këtij rendi: kapital i vet, borxh tregtar dhe në fund, borxh financiar. Teoria e rendit të zgjedhjes duket të jenë më e përshtatshme për tregun e kapitalit rumun, por teoria e sinjaleve nuk u hodh poshtë krejtësisht. Mostra e tyre përmblante kompanitë e listuara në bursën e Bukureshtit për periudhën 1997-2005. Numri i firmave të shqyrtuara në bazën e të dhënave është i ndryshëm nga një vit në tjetrin, për shkak të aspekteve financiare si dhe statistikave të disponueshme. Qëllimi i këtij studimi ishte të identifikohesh se cila është teoria më e përshtatshme për kompanitë e listuara rumune. Përfundimi më i rëndësishëm i këtij punimi është se burimi kryesor i financimit të kompanive të listuara rumune mbetet kapitali i vet. Për më tepër, më shumë se 70% e kompanive rumune e mbështesin financimin e aseteve të tyre me kapital në masën mbi 50%. Në përgjithësi rezultatet për Rumaninë janë në përputhje me ato të vendeve të zhvilluara, por shenjat e korrelacioneve të caktuara kanë rezultuar nganjëherë të

habitshme. Një nga shpjegimet e mundshme është se kompanitë e vendeve në zhvillim, bazohen më tepër në kredinë afatshkurtër dhe mbi borxhet tregtare. Konkluzioni i përgjithshëm është se tregu i instrumentave financiare në Rumani u përball me problemin e asimetrisë së informacionit. Kështu mund të thuhet se kompanitë e listuara rumune përdorin më shumë një politikë financimi bazuar në parimet e teorisë së rendit të zgjedhjes se ai i teorisë së sinjaleve.

Studimi i Dragotă et al. (2008) analizon ndryshimet në politikat e financimit për kompanitë e listuara rumune për periudhën 1997-2005, duke marrë parasysh sektorët ekonomikë. Rezultatet treguan se firmat i financojnë asetet e tyre në këtë mënyrë: kapital të vet, borxh tregtar dhe, në fund borxh financiar. Megjithatë, ekzistojnë disa dallime midis sektorëve dhe ndërmjet rezultateve të gjetura nga raportet kontabël si dhe nga raportet e tregut. Lidhur me përcaktuesit e strukturës së kapitalit, të analizuar nëpërmjet regresionit OLS, katër variabla (asetet e prekshme, madhësia, rentabiliteti dhe raporti treg-libër) rezultuan statistikisht të rëndësishme. Në mënyrë që të shpjegohet efekti i “industrisë” në strukturën e kapitalit, analiza u realizua për secilin sektor ekonomik duke përdorur informacionin në faqen e Stock Exchange të Bukureshtit. Për firmat e listuara rumune, hulumtimi empirik gjeti që kemi një “efekt industrie”. Disa lidhje midis variablave shpjegues u identifikuan, por disa prej industrive kanë patur evoluime të ndryshme, të cilat kërkojnë një vëmendje si nga ana e investitorëve potencialë ashtu dhe nga ana menaxherëve të firmave.

Markopoulou dhe Papadopoulos (2008) shqyrtuan teoritë e strukturës së kapitalit dhe sidomos atë të sinjaleve. Ky studim hetoi nëse teoria e sinjaleve e strukturës së kapitalit është e besueshme në rastet e kompanive të listuara në bursën e Athinës. Kompanitë e përdorura në mostër, emetuan kapital të ri nga viti 2004 deri në 2006 dhe autorët studiuan reagimin e çmimeve të aksioneve të firmave pas njoftimit për emetim. Mostra e tyre përbëhej nga 13 raste të rritjes së kapitalit. Të dhënat në lidhje me çmimet e aksioneve u morën nga Greek Stock Exchange. Rezultatet e analizës empirike nuk konfirmuan teorinë e sinjaleve në bursën greke. Ndër 13 rastet e rritjes së kapitalit, vetëm në dy raste ka pasur një rënie në kthimin e aksioneve pas publikimit të Raportit Informativ.

Vätavu (2012) analizoi përcaktuesit e strukturës së kapitalit në kompanitë prodhuese të listuara në bursën e Bukureshtit. Mostra përbëhej nga 196 kompani, me të dhëna të disponueshme për një periudhë prej tetë vitesh, nga viti 2003 deri në 2010. Nga të gjithë përcaktuesit strukturës së kapitalit të marra në konsideratë, madhësia e firmave rezultoi të ketë një marrëdhënie pozitive si dhe statistikisht të rëndësishme me çdo kategori të borxhit. Kjo tregon se kompanitë e mëdha prodhuese kanë një përqindje më të lartë të borxhit. Gjithashtu kompanitë e mëdha të cilat bëjnë pjesë në industrinë prodhuese, arrijnë të përballojnë raporte të larta të borxhit. Kjo për shkak se kjo industri ka rrezik relativisht të ulët sistematik dhe për këtë arsye firmat mund të marrin përsipër një nivel më të lartë të rrezikut të biznesit. Përveç kësaj, këto kompani janë më të qëndrueshme dhe më të besueshme për huadhënësit dhe kështu ata mund të marrin borxh më me lehtësi.

Mostarac dhe Petrovic (2013) analizuan përcaktuesit e strukturës së kapitalit të ndërmarrjeve kroate bazuar në të dhënat kryq seksionale për periudhën para-recesionit 2007 dhe recesionit 2010 i përbërë nga rreth 10.000 firma. Variablat u përzgjedhën duke i'u referuar teorisë së strukturës së kapitalit të cilët ishin trupëzimi i aseteve, rentabiliteti, madhësia dhe risku i biznesit. Rezultatet treguan ndikim të madh pozitiv dhe statistikisht

të rëndësishëm të trupëzimit dhe ndikim të madh negativ dhe statistikisht të rëndësishëm të përfitueshmërisë mbi levën financiare në dy vitet e vëzhguara. Madhësia firmave rezultoi statistikisht e rëndësishme gjatë periudhës së krizës, por në të njëjtën kohë nuk u gjet asnjë lidhje midis rrezikut të biznesit dhe levës financiare. Gjatë krizës financiare dhe ekonomike, firmat kroate përjetuar rritje të levës financiare, nga 34.5 përqind në vitin 2007 në 35.6 përqind në vitin 2010. Mjedis i ri makroekonomik, i cili ishte shumë i pafavorshëm, shkaktoi rënie të konsiderueshme të përfitueshmërisë, shitjeve, si dhe në të ardhurat para tatimit të firmave. Rrjedhimisht ndërmarrjet ishin të detyruara të ndryshonin strukturën e kapitalit sipas rrethanave të reja në ekonomi. Madhësia e firmave rezultoi të jetë një tregues i rëndësishëm, i cili kontribuon në shpjegimin e vendimeve të firmave rreth strukturës së tyre të kapitalit. Kështu firmat e mëdha përdorin më shumë borxh në financimin, sepse ata kanë kosto më të ulët të borxhit për shkak se ata janë më të larmishme dhe kanë një rrezik më të ulët të falimentimit. Kjo është në përputhje me teorinë e trade-off. Krahasuar me ndikimin shumë të rëndësishëm statistikor të rrezikut të biznesit mbi levën financiare në para-recesion 2007 (pozitiv në vitin 2007), gjatë periudhës së krizës nuk ka asnjë lidhje midis këtyre dy variablave që është e një rëndësie ekonomike (negative në vitin 2010).

Deari (2012) shqyrtoi politikat e strukturës së kapitalit të disa kompanive të listuara në Maqedoni, Kroaci dhe Slloveni. Ai ka bërë një analizë krahasuese midis firmave të Maqedonisë dhe firmave sllovene, gjatë periudhës 2005-2007 dhe midis firmave maqedonase dhe firmave kroate, gjatë periudhës 2004-2006. Variablat të cilat u morën në konsideratë ishin: përfitueshmëria, e matur nga fitimi para tatimit mbi totalit të aktiveve, trupëzimi, i matur si aktivitet fikse mbi totalin e aktiveve, madhësia, e matur me logaritmin natyror të të ardhurave nga shitjet, norma e rritjes, e matur me ndryshimin në përqindje të totalit të aktiveve, dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (totali i amortizim mbi totalit të aktiveve). Metodologjia e përdorur ishte ajo e të dhënave panel, i cili është një kombinim i të dhënave të seksionit kryq me të dhëna të serive kohore⁴⁵. Modeli i regresionit të përdorur paraqitet më poshtë:

$$LEV_{it} = \alpha + \sum_i^n \beta_i * X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Me “LEV_{it}” është shënuar leva, e matur nga raporti i totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve të shoqërisë. Rezultatet tregojnë se në rastin e firmave maqedonase, përfitueshmëria ndikon ndjeshëm dhe në mënyrë negative mbi levën, por efekti i variablave të tjerë është i parëndësishëm.

Tabela 3.5. Marrëdhëniet midis levës dhe përcaktuesve të strukturës së kapitalit në vendet e zgjedhura

Variablat	Maqedoni	Slloveni	Kroaci
Prekshmëria	Negative	Pozitive *	Negative *
Përfitueshmëria	Negative *	Negative *	Negative *
Madhësia	Pozitive	Pozitive *	Pozitive *
Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	Negative	Negative *	Pozitive
Rritja e firmave	Pozitive	Pozitive	Pozitive *

⁴⁵ Programi i përdorur nga Deari (2012) ishte Stata 10.

R ² i korrektuar	0.3765	0.6894	0.2311
-----------------------------	--------	--------	--------

Shënim: (*) tregon se lidhja ndërmjet variablave është statistikisht e rëndësishme në nivelin 5 përqind.

Burimi: Deari, 2012, f. 361-373.

Tabela 3.5 paraqet rezultatet e studimit të Deari (2012), mbi firmat e listuara maqedonase, sllovene dhe kroate.

Ndërsa studimi i Duca (2012), i zhvilluar mbi 100 firma të listuara gjatë vitit 2010 në Bursën e Bukureshtit në Rumani, vërtetoi se trupëzimi i aktiveve, madhësia e firmave, likuiditeti si dhe përfitueshmëria, e matur përmes ROA-së, ndikojnë mbi strukturën e kapitalit të firmave. Trupëzimi i aktiveve dhe likuiditeti ndikojnë në mënyrë negative në përcaktimin e levës financiare të firmave si dhe koeficientët përkatës rezultuan statistikisht të rëndësishëm. Ndërsa përfitueshmëria dhe madhësia ndikojnë pozitivisht në përcaktimin e levës financiare të firmave, por koeficientët e tyre nuk rezultuan statistikisht të rëndësishëm.

Studimi i Malinić et al. (2013) shqyrtoi përcaktuesit e strukturës së kapitalit të kompanive të listuara në tregun e rregulluar të Republikës së Serbisë gjatë periudhës 2008-2011, duke përdorur të dhënat panel. Autorët vërtetuan se firmat serbe kanë tendencë të kenë raporte më të ulëta borxhi dhe se ata mbështeten më shumë në financimin afatshkurtër sesa në atë afatgjatë, në krahasim me firmat e ekonomive të tjera në tranzicion. Studimi tregoi se ekziston një lidhje statistikisht e rëndësishme dhe negative e likuiditetit, trupëzimit, përfitueshmërisë dhe hendekut të parave mbi treguesit e borxhit. Niveli levës rezultoi se ndikohet pozitivisht nga paqëndrueshmëria e të ardhurave dhe mundësitë e rritjes së firmave serbe. Rezultatet e tyre janë në përputhje me gjetjet e studimeve të mëparshme empirike të realizuara në ekonomitë në zhvillim dhe në tranzicion, duke treguar se kompanitë serbe ndjekin teorinë e modifikuar të rendit të zgjedhjes. Rezultatet sugjerojnë se faktorët specifikë që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave në vendet e tjera në zhvillim dhe në tranzicion ndikojnë në mënyrë të ngjashme tek firmat në Serbi. Hulumtimi i Berisha et al. (2014) analizoi përcaktuesit e strukturës së kapitalit të kompanive të sigurimit në Kosovë⁴⁶, bazuar në të dhënat e marra nga 11 kompani sigurimesh gjatë periudhës 2009-2012⁴⁷. Kështu, raporti i borxhit ishte variabli i varur, ndërsa madhësia e kompanisë, rritja, mosha, raporti i aseteve fikse dhe raporti i likuiditetit u morën si ndryshore të pavarura. Rezultatet e modelit treguan se këto variabla kanë një lidhje pozitive me raportin e borxhit. Nga ana tjetër, madhësia e kompanisë, raporti i aseteve fikse, raporti i likuiditetit, mosha e kompanisë dhe rritja patën efekte të konsiderueshme në ekuacionin e borxhit. Bazuar në rezultatet e kërkimit, kompanitë e sigurimeve duhet të kenë kujdes ndaj rritjes së pasurisë, sepse madhësia e kompanisë është një faktor i rëndësishëm, i cili ka efekt pozitiv në raportin e borxhit ndaj kapitalit.

⁴⁶ Kompanitë e Sigurimit: Illyria Life, Grawe Elsig, Sigkos, Croatia Sigurimi, Sigma, Sigal Uniqa Group, Insig, Siguria, Kosova e re, Illyria, Dardania.

⁴⁷ Të dhënat e përdorura janë marrë nga pasqyrat financiare të kompanive, të publikuara në faqjen zyrtare të internetit të Bankës Qendrore të Kosovës.

3.10 Ndikimi i industrisë mbi strukturën e kapitalit

Studimi i Hatfield et al. (1994) nuk arriti të vërtetojë faktin, nëse firmat, të cilat bëjnë pjesë në një industri të caktuar, kanë tendencë të kenë strukturë të ngjashme kapitali. Studimi i tyre arriti në përfundimin se tregu nuk e mbështet ekzistencën e një lidhjeje të fortë midis raportit të borxhit të një firme dhe raportit mesatar të borxhit të industrisë. Konstatimi i tyre është në përputhje me teorinë Modigliani dhe Miller (1958), sipas të cilës leva financiare është e parëndësishme për të përcaktuar vlerën e firmës. Studimi i Hatfield et al. (1994) testoi teorinë e DeAngelo dhe Masulis të vitit 1980, sipas së cilës një firmë përcakton një “nivel optimal borxhi”. Gjithashtu, sipas teorisë së sapopërmendur, firma mund të rrisë ose të ulë vlerën e saj duke e ndryshuar nivelin e borxhit, në drejtim të ndryshëm nga leva mesatare e industrisë. Mostra e tyre përbëhej nga 183 firma, të cilat njoftuan për një emetim të ri borxhi nga 1 janari 1982, deri më 31 dhjetor 1986. Ata krahasuan raportin e levës së çdo firme me raportin e levës së industrisë, në të cilën ato përfshiheshin, duke përdorur dy burime të ndryshme të dhënash, për të matur raportin e levës së industrisë (Value Line Investment Survey and Compustat). Ata përdorën raportin e borxhit afatgjatë ndaj fitimit neto (LTD / NW), si dhe raportin e totalit të borxhit ndaj vlerës së tregut të kapitalit (TD / MVE), për të matur raportin e levave, por nuk gjetën mbështetje për argumentin e ngritur. Pra, sipas tyre, lidhja midis nivelit të borxhit të një firme dhe llojit të industrisë, nuk paraqet interes për firmat në përgjithësi.

Niveli mesatar i borxhit të industrisë është një përcaktues i rëndësishëm i levës financiare së firmës, për shkak të disa faktorëve dhe karakteristikave të përbashkëta të tyre. Kështu, industritë karakterizohen nga normat e tyre të rritjes dhe industritë me rritje të lartë kanë më shumë mundësi që të ndërmarrin projekte me vlerë aktuale neto (NPV) pozitive, krahasuar me firmat me rritje të ngadalshme. Shqyrtimi i disa studimeve empirike (Jensen dhe Mecklig, 1976; DeAngelo dhe Masulis, 1980; Jensen, 1986; Harris dhe Raviv, 1991; Hovakimian et al., 2001; Drobetz dhe Fix, 2003; Frank dhe Goyal, 2009), tregon për një dokumentim të ndikimit të industrisë mbi strukturën e kapitalit të firmave. Studimi i Harris and Raviv (1991) vuri në dukje se firmat, të cilat i përkasin një industrie të caktuar, kanë raporte të ngjashme të levave si dhe niveli i borxhit të përdorur ndryshon nga njëra industri në tjetrën.

Studimi i Hovakimian et al. (2001), ofron dëshmi se firmat mund të rregullojnë raportet e tyre të borxhit, në përshtatje me mesataren e industrisë. “Gjithashtu, në kontrast me studimet e mëparshme empirike, testet e tyre në mënyrë të qartë treguan se firmat mund të ndryshojnë, me kalimin e kohës, raportet e tyre të borxhit” (Hovakimian et al., 2001, f. 2). Ata përdorën të dhëna nga Standard and Poor Compustat, të cilat mbulonin periudhën 1979-1997 dhe arritën në përfundimin se firmat që rrisin raportin e tyre të borxhit në përgjithësi kanë të ardhura operative më të larta sesa firmat, të cilat vendosin që ta ulin këtë raport. Sipas tyre, edhe çmimet e aksioneve janë tregues të rëndësishëm në përcaktimin e mënyrës së financimit të firmave. Kështu, firmat që përjetojnë rritje të çmimit të aksioneve, janë më të gatshme që të emetojnë aksione shtesë dhe të tërheqin titujt e borxhit sesa firmat çmimet e aksioneve e të cilave po pësojnë rënie (Hovakimian et al., 2001, f. 22). Drobetz dhe Fix (2003) kanë vërtetuar se industria e farmaceutikës, elektronikës dhe të ushqimeve kanë leva financiare të ulëta, ndërsa industria e letrës,

tekstilit, çelikut dhe çimentos kanë leva financiare më të larta (Drobetz dhe Fix, 2003, f. 18).

Ndërsa Frank dhe Goyal (2009, f. 38) arrijnë në konkluzionet e mëposhtme:

1. Firmat të cilat operojnë në industri me mesatare të lartë të levave, priren të kenë nivel të lartë të borxhit.
2. Firmat që kanë një raport të lartë treg-libër të aktiveve, priren të kenë nivel të ulët të levës⁴⁸.
3. Firmat që kanë më shumë aktive të prekshme, kanë tendencë që të kenë nivel më të lartë të borxhit.
4. Firmat që kanë më shumë fitime, priren të kenë më pak borxh.
5. Firmat e mëdha, e matur nga vlera kontabël e aktiveve, kanë tendencë që të kenë më shumë borxh.
6. Kur inflacioni pritet të jetë i lartë, firmat kanë tendencë që të kenë nivel të lartë të borxhit.

Sipas Frank dhe Goyal (2009), dallimet midis industrive, për sa i përket raporteve të levave mund të interpretohen në mënyra të ndryshme:

1. Menaxherët mund të përdorin levën mesatare të industrisë si një pikë referimi për të përcaktuar levën e firmës së tyre. Kështu, leva mesatare e industrisë përdoret shpesh si një përafrim në përcaktimin e strukturës së synuar të kapitalit, ashtu siç sugjerohet dhe nga studimi i Hovakimian et al. (2001).
2. Firmat që bëjnë pjesë në të njëjtën industri, përballen me forca të përbashkëta, të cilat ndikojnë mbi vendimet e tyre të financimit, duke përfshirë ndërveprimin në treg të produktit, natyrën e konkurrencës, heterogjenitetin e industrisë, për sa i përket tipeve të aktiveve të zotëruara, rrezikun e biznesit, teknologjinë, rregullimet ligjore etj.

3.11 Përmbledhje e literaturës së shqyrtuar

Ky kapitull është fokusuar në rishikimin e studimeve të ngjashme kërkimore mbi teoritë strukturës së kapitalit dhe përcaktuesve të saj. Gjithashtu, në këtë kapitull u trajtuan evolucionet e teorive si dhe të modeleve të strukturës së kapitalit, që nga “lindja” e saj në vitin 1958. Teoritë që u morën në konsideratë janë si më poshtë:

- Teoria e Modigliani dhe Miller e vitit 1958, thekson se në kushte të caktuara, vlera e një firme nuk varet nga mënyra sesi ajo financohet. Kjo teori u zhvillua më tej në vitin 1963, e njohur dhe si MM II.

- Teoria trade-off pohon se firmat përpiqen që të maksimizojnë kthimin, duke “tregtuar” avantazhet e borxhit (përfitimi nga zbritja e interesave të borxhit para tatimit) kundër disavantazheve të tij (mundësisë së falimentimit nga rritja e nivelit të borxhit).

- Teoria e kostove të agjencisë propozon se struktura e kapitalit ndikohet nga drejtuesit e firmës, sepse ata mund të përpiqen që të sigurojnë përfitime personale, në vend që të përpiqen për të maksimizuar vlerën e aksionerëve.

⁴⁸ Gjithashtu, Antoniou et al. (2002, f. 3) ka argumentuar se midis treguesit treg-libër (e matur përmes raportit të vlerës kontabël të totalit të aktiveve minus vlerën kontabël të kapitalit plus vlerën e tregut të kapitalit ndaj vlerës kontabël të totalit të aktiveve) dhe levës ekziston një lidhje negative.

- Teoria e asimetrisë së informacionit mbështetet në idenë se, meqenëse menaxherët brenda firmës zotërojnë më shumë informacion mbi të ardhmen e firmës, vendimet e tyre mbi strukturën financiare mund të shërbejnë si informacion-sinjal për tregun.
- Teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se firmat duhet të ndjekin një hierarki financimi: fondet e brendshme janë të preferuara mbi financimin e jashtëm.
- Teoria e kohës së tregut pohon se firmat i kushtojnë vëmendje kushteve të tregut në përpjekje për të “kohëzuar” tregun. Pra firmat zgjedhin mënyrën e financimit (borxh ose kapital neto), i cili në momentin kur ka nevojë firma, është më i vlerësuar nga tregjet financiare.
- Teoria e ciklit të jetës mbështet idenë se struktura e kapitalit të firmës varet nga faza e jetës në të cilën gjendet firma.
- Teoria përcakton gjithashtu se struktura e kapitalit ndikohet edhe nga industria në të cilën bën pjesë firma.

Gjithashtu ky studim ofron një përmbledhje të literaturës mbi faktorët që ndikojnë në vendimet e strukturës së kapitalit, duke përfshirë faktorët specifikë të firmës (përfitueshmërinë, strukturën e aktiveve, likuiditetin, madhësinë e firmës, rrezikun e firmës, fleksibilitetin financiar dhe përfitimin tatimor nga shpenzimet joborxh) si dhe faktorët makroekonomikë (normën e rritjes së GDP-së, normën e inflacionit dhe normën e interesit).

Përcaktuesit e strukturës së kapitalit dhe modelet e tij janë testuar më parë nga studiues të shumtë, sidomos për kompanitë e listuara të vendeve të zhvilluara. Megjithatë nuk ka pasur shumë studime të realizuara më parë për të provuar modelet teorike dhe përcaktuesit e strukturës së kapitalit, në vendet në zhvillim dhe, veçanërisht në Shqipëri, duke përdorur si kampion ndërmarrjet e vogla dhe të mesme.

4. METODOLOGJIA E STUDIMIT

Ky kapitull përshkruan në mënyrë të detajuar, metodologjinë e përdorur në këtë studim si dhe janë ekzaminuar faktorët që ndikojnë në vendimin e strukturës së kapitalit të 69 firmave të palistuara, të cilat e zhvillojnë aktivitetet e tyre në Shqipëri. Faktorët e shqyrtuar në këtë studim përfshijnë: përfitueshmërinë, trupëzimin e aktiveve, likuiditetin, madhësinë e firmës, rrezikun e firmës, fleksibilitetin financiar, përfitimin tatimor nga shpenzimet joborxh, rritjen e GDP-së, normën e inflacionit dhe normën e interesit. Struktura e kapitalit është llogaritur përmes raportit të borxhit afatshkurtër, raportit të borxhit afatgjatë dhe raportit të totalit të borxhit. Nënçështjet e mëposhtme do të trajtojnë burimin e të dhënave, zhvillimin e hipotezave, përzgjedhjen e mënyrës së matjes së variablave të varur dhe të pavarur, specifikimin e modelit si dhe testimin e hipotezave.

4.1 Burimi i të dhënave

Ky studim është i bazuar në të dhënat e mbledhura nga 69 firma jo të listuara në Shqipëri, për të cilat kemi pasur në dispozicion informacionin e nevojshëm gjatë periudhës 2008-2011. Firmat e mostrës i përkasin sektorëve të ndryshëm, duke përfshirë sektorin e tektisë, të ndërtimit, të shërbimeve, të prodhimit, të farmaceutikës dhe të hidrokarbureve. Por ne do t'i ndajmë firmat në dy grupe kryesore: tregtare dhe jotregtare. Qëllimi i kësaj ndarjeje realizohet që të verifikohet nëse përkatësia e firmave në një sektor të caktuar ndikon në përzgjedhjen e strukturës së kapitalit të tyre.

Tabela 4.1. Përzgjedhja e mostrës

Sektori	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vrojttimeve
Tregti	25	4	100
Ndërtim	11	4	44
Shërbim	11	4	44
Prodhim	11	4	44
Farmaci	5	4	20
Karburant	5	4	20
Totali	69	4	276

Tabela 4.1 tregon numrin si dhe llojin e kompanive të përzgjedhura për t'u studiuar. Periudha e studimit është 2008-2011 dhe numri i përgjithshëm i vëzhgimeve është 276. Mesatarja e totalit të aktiveve të këtyre firmave është afërsisht 113.442.029 Lek ose afërsisht 810.300 Euro⁴⁹. Le të shohim më në detaje grupet e firmave të mostrës sonë. Nga totali i firmave (69 firma), 25 prej tyre i përkasin sektorit tregtar, i cili për Shqipërinë është në përmasa të konsiderueshme dhe shumë i rëndësishëm për ekonominë e vendit. Grupi i aktiviteteve: tregti, hotele dhe restorante, kontribuojnë me rreth 21.2% në GDP-në e Shqipërisë. Numri i njësive tregtare, në vitin 2009, ishte 50.197 (5.214 njësi më shumë se në vitin 2008), dhe ky sektor është rritur me një normë mesatare prej 16.1 përqind nga viti 2006 deri në vitin 2009. Por pjesa më e madhe e tyre konsiderohen si SME për shkak se 48.462 prej tyre kanë nga 1 deri 4 punonjës (INSTAT, 2010). Mesatarja e totalit të aktiveve të firmave tregtare, në mostrën e përdorur, është afërsisht 84.928.359 Lek ose 606.631 Euro. Pra, të gjitha firmat mund të klasifikohen si SME dhe në bazë të Planit Strategjik për Zhvillimin e SME-ve 2007-2013 (Ministria e Energjisë, Transportit dhe Ekonomisë së Shqipërisë, 2007), më shumë se 99 përqind e bizneseve shqiptare mund të klasifikohen si ndërmarrje të vogla dhe të mesme. Gjithashtu këto firma kontribuojnë me rreth 60 përqind në nivelin e personave të punësuar në sektorin privat, duke patur një ndikim të madh në GDP-në e vendit tonë.

Grupi i dytë i firmave i përket sektorëve të ndryshëm. Kështu, numri i njësive të ndërtimit në Shqipëri në vitin 2009, ishte 4.942 (541 njësi më shumë se në vitin 2008) dhe ky sektor është rritur mesatarisht me një normë 16.53 përqind, e përllogaritur nga viti 2006 deri në vitin 2009. Shumica e tyre janë të kategorizuara si SME për shkak se 3.070 prej tyre kanë nga 1 në 4 të punësuar dhe vetëm 107 firma kanë më shumë se 50 punonjës (INSTAT, 2010). Në studimin tonë janë marrë 11 firma ndërtimi dhe vlera mesatare e

⁴⁹ Kemi parasysh se kursi i këmbimit është afërsisht 140 Lek/Euro.

totalit të aktiveve, të firmave në kampion, është rreth 196.029.801 Lek ose 1.400.213 Euro. Sektori i ndërtimit ka rezultuar me një performancë të dobët në nëntë muajt e parë të vitit 2011. Ulja e aktivitetit të ndërtimit, nisur gjatë tremujorit të fundit të vitit 2009, duket të jetë ndërprerë në tremujorin e parë të vitit 2011 (Banka e Shqipërisë, 2011, f. 51). Vlera mesatare e totalit të aktivitetit të firmave që i përkasin sektorit të shërbimit dhe të prodhimit janë përkatësisht 239.229751 Lekë (1.708.789 Euro) dhe 60.632.829 Lek (433.091.63 Euro).

Të gjitha të dhënat janë mbledhur nga Raportet Vjetore të Bilanceve, dokument zyrtar i dorëzuar në Zyrën Tatimore të Shtetit. Ndërsa treguesit makroekonomikë: norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma primare e huadhënies janë marrë nga raportet statistikore të Bankës së Shqipërisë të vitit 2012⁵⁰.

4.2 Hipotezat e studimit

Qëllimi kryesor i këtij punimi është që të vlerësojë nëse vendimi mbi strukturën e kapitalit ndikohet nga faktorët specifikë të firmave, si dhe nga faktorët makroekonomikë të Shqipërisë. Para se të identifikohen rezultatet empirike, fillimisht do të shpjegojmë sesi ndikojnë variablat e ndryshëm në nivelin e borxhit të një firme, duke u bazuar dhe tek studimet e mëparshme (Titman dhe Wessels, 1988, Rajan dhe Zingales, 1995; Daskalakis dhe Psillaki 2006; Frank dhe Goyal, 2009). Faktorët e hipotetizuar, të cilët ndikojnë në strukturën e kapitalit, janë shqyrtuar në bazë të rishikimit të literaturës të studimeve të mëparshme, si dhe duke marrë në konsideratë teorinë e strukturës së kapitalit: teorinë trade-off dhe teorinë e rendit të zgjedhjes. Gjithashtu ngritja e hipotezave mbi ndikimin e variablave të përzgjedhura mbi levën financiare të firmës, janë diskutuar më poshtë:

Hipoteza 1

Hipoteza e parë kryesore parashtrohet marrëdhënien midis përcaktuesve të strukturës së kapitalit: përfitueshmërisë (ROA dhe ROE), trupëzimit të aktiveve, likuiditetit, madhësisë së firmës, rrezikut të firmës, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh dhe tri raporteve të levave, si mënyrë matjeje të strukturës së kapitalit, duke përfshirë raportin e borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve, borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve dhe borxhit total ndaj totalit të aktiveve. Me këto variabla, ne mund të arrijmë në përfundimin nëse firmat e përzgjedhura sillen sipas parashikimeve të teorisë trade-off, apo teorisë së rendit të zgjedhjes.

Hipoteza e parë kryesore është gjeneruar si më poshtë:

Ho/A: Nuk ekziston asnjë marrëdhënie statistikisht e rëndësishme midis faktorëve specifikë të firmave dhe vendimit mbi strukturën e kapitalit.
H1/A: Ekziston një marrëdhënie statistikisht e rëndësishme midis faktorëve specifikë të firmave dhe vendimit mbi strukturën e kapitalit.

⁵⁰ Të dhënat mbi normën e rritjes së GDP-së, normën e inflacionit si dhe normën e kreditimit janë të paraqitura në Kreun 2 të këtij studimi.

Në mënyrë që të identifikojmë ndikimin e variablave specifike në përcaktimin e përzgjedhjes së strukturës të kapitalit të firmave, ky studim përdor nënhipotezat e mëposhtme:

Hipoteza 1/a: Përfitueshmëria dhe struktura e kapitalit

Studimi i Modigliani dhe Miller (1958) si dhe studimet e kryera më vonë nuk kanë arritur në të njëjtin përfundim mbi ndikimin e përfitueshmërisë mbi levën financiare. Sipas Myers (1984) kompanitë ndjekin një rend për financimin e aktiviteteve të tyre, duke preferuar financimin e brendshëm ndaj atij të jashtëm. Pra, nëse një firmë është fitimprurëse, ka fitime të pashpërndara dhe niveli i borxhit të përdorur është më i ulët. Studimet e Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995)⁵¹, Antoniou et al. (2002), Daskalakis dhe Psillaki (2006), Degryse et al. (2009) sugjerojnë një lidhje negative midis përfitueshmërisë dhe levës. Teoria statike trade-off sugjeron një lidhje pozitive midis përfitueshmërisë dhe levës, e cila u provua të jetë e tillë dhe në studimet e Antoniou et al. (2002), Frank dhe Goyal (2003), Xu (2012). Argumenti pas kësaj teorie është se firmat fitimprurëse kanë më shumë potenciale për të marrë hua, pasi ato kanë përfitime më të mëdha nga zbritja e shpenzimeve të interesave para tatimit. Ndërsa sipas Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), lidhja midis këtyre variablave është e parëndësishme (leva u mat nga raporti i borxhit total ndaj aktiveve totale dhe borxhit total ndaj kapitalit total dhe përfitueshmëria u mat nga raporti i EBIT-it ndaj totalit të aktiveve). Ne do të marrim në konsideratë dy mënyra të ndryshme të matjes së përfitueshmërisë së firmave: ROA-në dhe ROE-në.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e kthimit nga aktivet (ROA), paraqitet si më poshtë:-

H1o/a1: ROA-ja nuk është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/a1: ROA-ja është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza specifike e cila shqyrton ndikimin e kthimit nga kapitali (ROE) paraqitet si më poshtë:-

H1o/a2: ROE-ja nuk është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/a2: ROE-ja është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Në shumë studime janë përdorur mënyra të ndryshme për të matur përfitueshmërinë e firmave si ato kontabël (ROA dhe ROE) dhe treguesit e tregut si psh. Q-Tobin, vlera e tregut e kapitalit ndaj vlerës kontabël të kapitalit (Zeitun dhe Tian 2007; Onaolapo dhe Kajola 2010; Saeedi dhe Mahmoodi 2011; Abu-Rub 2012). Por në këtë studim janë përdorur vetëm kthimi nga aktivet (ROA) dhe kthimi ndaj kapitali (ROE), për të matur përfitueshmërinë e firmave. E kemi bërë këtë, sepse në mungesë të tregjeve financiare në Shqipëri nuk jemi në gjendje të operojmë me treguesit e tregut.

Disa nga studimet më të hershme (Myers 1984; Titman dhe Wessels 1988; Harris dhe Raviv 1990; Rajan dhe Zingales, 1995) apo dhe disa prej studimeve të kohëve të fundit

⁵¹ Rajan dhe Zingales (1995) vërtetuan se përfitueshmëria ka një marrëdhënie negative me levën (e matur me raportin e borxhit ndaj kapitalit) në katër vendet e G7.

(Degryse et al., 2009; Dincerkok dhe Yalciner, 2011) kanë identifikuar se rritja e përfitueshmërisë së firmës e ul nivelin e borxhit. Nëse kjo provohet, atëherë ne do të përftojmë një koeficient korrelacioni negativ midis përfitueshmërisë të firmës dhe strukturës së kapitalit të saj.

Gjithashtu ne duam të identifikojmë nëse përfitueshmëria e firmës ndikon në nivelin e borxhit afatshkurtër të saj. Financimi afatshkurtër i siguron biznesit likuiditetin e nevojshëm për të kryer operacionet e saj, por në të njëjtën kohë, ajo e ekspozon atë ndaj rrezikut të rifinancimit. Studimet e fundit tregojnë rezultate të ndryshme. Sipas Abu-Rub (2012), borxhi afatshkurtër është i lidhur negativisht me ROE-në dhe ROA-në, ndërsa studimi i Zeitun dhe Tian (2007) vërtetoi se raporti i borxhit afatshkurtër ka një efekt të rëndësishëm negativ vetëm mbi ROA-në dhe jo mbi ROE-në.

Gjithashtu, ne presim që përfitueshmëria e firmave do të ketë ndikim edhe mbi borxhin afatgjatë, për shkak të politikës së kredisë të sektorit bankar. Firmat shqiptare nuk kanë shumë mundësi për të marrë financim afatgjatë për aktivitetet e tyre. Për shembull, në krahasim me vendet e tjera, indeksi i aksesit të bizneseve në sektorin e kredive, e cila matet nga indeksi i thellësisë së informacionit të kredisë ($0 = i$ ulët, $6 = i$ lartë)⁵², është më e ulët (Shqipëria ka atë të barabartë me 4) sesa mesatarja e vendeve të Evropës Qendrore Evropës Lindore dhe e asaj të BE-së (Treguesit e Zhvillimit Botëror, 2011). Shumë herë SME-të gjejnë vështirësi në sigurimin e financimit shtesë për shkak të: mungesës së informacionit midis tyre dhe institucioneve financiare; luhatjeve të fitimeve të SME-ve dhe mundësive më të mëdha të falimentimit nga ana e tyre, sesa nga ana e firmave të mëdha; SME-shpesh nuk mund të ofrojnë kolateral, për shkak se ata nuk kanë shumë investime afatgjata; pronarët e shumë SME-ve nuk kërkojnë kredi nga bankat, për shkak të mosshfrytëzimit të kapaciteteve prodhuese dhe për shkak të pasigurisë së zhvillimit të vendit, duke bërë që individët dhe bizneset të hezitojnë në realizimin e investimeve të mëtejshme (Banka e Shqipërisë, 2012). Për të gjitha këto arsye të përmendura më lart, institucionet financiare e rrisin normën e interesit të kreditimit dhe ne presim një lidhje negative midis përfitueshmërisë dhe raportit të borxhit afatgjatë. Për shembull, norma e interesit e kreditimit afatgjatë, të ofruar nga bankat shqiptare në periudhën tetor-nëntor të vitit 2011, ishte e barabartë me normën e interesit të bonove të thesarit shqiptare (me afat maturimit një vjeçare) plus 3.91 përqind (Banka e Shqipërisë, 2012). Gjithashtu analiza e përgjithshme e aktivitetit kreditues të bankave shqiptare, në lidhje me procesin e kreditimit, tregon mbi forcimin e kushteve për akordimin e një kredie (Banka e Shqipërisë, 2012). Për vitin 2012, norma e interesit e obligacioneve të thesarit shqiptare ishte 7.69 përqind dhe përqindja mesatare e kredisë ishte 11.75 (Banka e Shqipërisë, 2012).

Hipoteza 1/b: Trupëzimi i aktiveve dhe struktura e kapitalit

Shumica e teorive mbi strukturën e kapitalit kanë argumentuar se lloji i aktiveve në pronësi të kompanisë ndikon në zgjedhjen e strukturës kapitale të saj (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995). Një sërë studimesh kanë vërtetuar ekzistencën e një marrëdhënie pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe levës financiare (Pandey, 2002; Drobetz dhe Fix, 2003; Fan et al., 2004).

Argumenti pas konkluzioneve të tyre është se: kur një kompani ka më shumë aktive të trupëzuara (raporti i aktiveve fikse mbi totalin e aktiveve është i lartë), ajo ka më shumë

⁵² Në anglisht: “Index of businesses accesses to credit sector”; “Credit depth of information index”.

kapacitete për të rritur nivelin e borxhit (Parson dhe Titman, 2009). Aktivët e trupëzuara përdoren si kolateral për të marrë financim nga banka (Myers, 1977) dhe në qoftë se firma dështon mbi pagesat e borxhit, këto aktive shiten nga banka për të shlyer kredinë. Nga ana tjetër, norma e interesit e borxheve të marra, duke vënë si garanci një kolateral, është më e ulët për shkak se dhe rreziku është më i ulët.

Në këtë studim pritet një lidhje pozitive midis trupëzimit të aktiveve dhe vendimit të strukturës së kapitalit. Gjithashtu, Parson dhe Titman (2009, f. 18-19) japin argumentet e tyre mbi lidhjen pozitive midis aktiveve të trupëzuara dhe përdorimit të borxhit:

1. Aktivët e patrupëzuara janë më të vështira për t'u vlerësuar.
2. Aktivët e trupëzuara ofrojnë një kolateral të mirë në rastet kur firmat likuidohen.
3. Konfliktet midis kreditorëve dhe aksionerëve janë të pakta për firmat me nivel të lartë të aktiveve (është e vështirë për menaxherët të ndryshojnë strategjitë e firmës apo të bëjnë një zëvendësim të aktiveve).
4. Firmat me aktive të trupëzuara janë më të lehta për t'u vlerësuar në krahasim me firmat me aktive jomateriale.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e trupëzimit të aktiveve, paraqitet si më poshtë:-

H1o/b: Trupëzimi i aktiveve nuk është i lidhur pozitivisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.
H1A/b: Trupëzimi i aktiveve është i lidhur pozitivisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 1/c: Likuiditeti dhe struktura e kapitalit

Teoria e rendit të zgjedhjes argumenton se kompanitë në përgjithësi preferojnë, së pari, fondet e brendshme, si burimin e tyre kryesor të financimit. Pra, firmat me aktive likuide të mjaftueshme, do të ulin nivelin e borxhit. Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003) testuan nëse likuiditeti i një firme ndikon mbi strukturën e kapitalit të saj, por rezultatet treguan se lidhja midis të dy variablave nuk ishte statistikisht e rëndësishme. Marrëdhënia negative, midis likuiditetit dhe strukturës së kapitalit, u vërtetua edhe nga Opler et al. (1999), Antoniou et al. (2002) dhe Shahjahanpour et al. (2010). Antoniou et al. (2002), argumentoi se koeficienti negativ, i gjetur për variablin e likuiditetit, tregon se firmat me aktive të mjaftueshme likuide nuk kërkojnë rritjen e borxhit të jashtëm.

Likuiditeti, i matur me raportin e aktiveve korente ndaj detyrimeve korente, rezultoi të jetë i lidhur pozitivisht me levën finaciare në studimin e Anderson et al. (2002), në Britaninë e Madhe dhe Belgjikë. Në studimin e Duca (2012), u vërtetua se likuiditeti dhe trupëzimi kanë marrëdhënie negative me levën (e matur nga raporti i borxhit total mbi vlerën totale kontabël të aktiveve).

Gjithashtu, është e rëndësishme të shihet nëse likuiditeti varet nga borxhet afatshkurtra apo ato afatgjata. Studimi i Anderson et al. (2002), mbi kompanitë britanike dhe Sarlija dhe Harc (2012), mbi kompanitë kroate treguan për ekzistencën e një marrëdhënie negative midis borxheve afatshkurtra dhe aktiveve likuide të kompanisë. Sipas Sarlija dhe Harc (2012), pronarët e bizneseve nuk janë të prirur të ndërmarrin projekte të rrezikshme duke përdorur borxhin afatshkurtër, gjë e cila do të çonte në zvogëlimin e likuiditeteve të firmave. Në këtë studim, marrëdhënia midis likuiditetit dhe levës pritet të jetë negative.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e likuiditetit, paraqitet si më poshtë:-

H1o/c: Likuiditeti nuk është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/c: Likuiditeti është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 1/d: Madhësia e firmës dhe struktura e kapitalit

Madhësia e firmës pritet të ketë një lidhje pozitive me levën. Kjo lidhje është gjetur e fortë në studimin e Rajan dhe Zingales (1995), por kjo lidhje rezultoi të ishte më e dobët në studimin e Titman dhe Wessels (1988), si dhe lidhja nuk rezultoi statistikisht e rëndësishme në studimin e Mehran (1992). Teoria trade-off sugjeron një lidhje pozitive midis madhësisë dhe borxhit të firmës, pasi firmat e mëdha kanë rrezik më të ulët falimentimi (Myers, 1984). Pra, firmat më të mëdha kanë më shumë pasuri dhe janë përgjithësisht më të diversifikuara. Ky argument i jep përgjigje pyetjes se përse firmat e mëdha përdorin më shumë borxh. Prandaj, pritet një marrëdhënie pozitive ndërmjet madhësisë së firmave dhe strukturës së kapitalit të tyre, siç ka rezultuar dhe në një sërë studimesh të mëparshme empirike (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Drobetz et al., 2007; Frank dhe Goyal, 2009).

Në anën tjetër, teoria e rendit të zgjedhjes parashikon një lidhje negative midis levës dhe madhësinë së firmës, e cila u vërtetua dhe në studimet e Frank dhe Goyal (2005) dhe Agça dhe Mozumdar (2004).

Parson dhe Titman (2009, f. 15-16) kanë përmendur tri arsye kryesore mbi ndikimin pozitiv të madhësisë së firmës mbi nivelin e borxhit: 1-firmat më të mëdha priren të jenë më të larmishme (ata shfaqin luhatshmëri më të ulët në fitimet e tyre, në flukset monetare si dhe në vlerën e firmës); 2-Në rastet, kur firma nuk ka aftësi për të përmbushur detyrimet ndaj kreditorëve, firmat e mëdha mund të jenë në gjendje që të shlyejnë detyrimet përmes shitjes së aktiveve; 3-Sipas Diamond (1989), kreditorët u ofrojnë më shumë borxh firmave të mëdha, për shkak se ata kanë një reputacion më të mirë.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e madhësisë së firmës, paraqitet si më poshtë:-

H1o/d: Madhësia e firmës nuk është e lidhur pozitivisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/d: Madhësia e firmës është e lidhur pozitivisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 1/e: Rreziku i firmës dhe struktura e kapitalit

Niveli i rrezikut të firmës është një nga përcaktuesit kryesorë të strukturës së kapitalit të saj dhe nëse firma do të ekspozohet ndaj rritjes së luhatshmërisë të të ardhurave apo paqëndrueshmërisë së flukseve monetare, atëherë niveli i borxhit do të ulet. Evidencat empirike nuk janë të qarta në lidhje me marrëdhënien midis levës dhe rrezikut. Bradley et al. (1984) argumenton se, kur ka kosto të konsiderueshme financiare, borxhi dhe rreziku i biznesit janë të lidhura në mënyrë të anasjelltë me njëra-tjetrën, ashtu siç rezulton dhe nga studimi i Titman dhe Wessels (1988).

Antoniou et al. (2002), testuan luhatshmërinë e të ardhurave, e cila mund të çojë në rritjen e kostove të huamarrjes, si dhe në rritjen e rrezikut të falimentimit. Gjithashtu, ato argumentuan se firmat me luhatshmëri të lartë të të ardhurave mund të reduktojnë pagesat

e dividendëve, si dhe të preferojnë përdorimin e kapitalit të vet ndaj borxhit. Antoniou et al. (2002) vërtetoi se luhatshmëria e të ardhurave është e lidhur negativisht si me levën kontabël, ashtu dhe me levën e tregut vetëm në Francë, por kjo lidhje nuk rezultoi statistikisht e rëndësishme.

Luhatshmëria ose rreziku i biznesit mund të merret si një indikator i problemeve financiare të firmës dhe pritet që të jetë e lidhur në mënyrë negative me levën financiare. Por studime të tjera argumentojnë mbi një lidhje pozitive midis rrezikut të biznesit dhe levës (Hsia, 1981⁵³; Huang dhe Song, 2004). Shpjegimi teorik pas këtyre gjetjeve është dhënë nga Myers (1977), sipas të cilit rreziku i lartë i biznesit çon në një humbje më të vogël të vlerës totale të tij, që do të thotë një ndikim më i ulët në vlerën e tregut të kompanisë, në krahasim me një kompani me rrezik më të ulët. Kjo bën që firmat me rrezik të lartë të emetojnë më shumë borxh.⁵⁴

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e rrezikut të firmës, paraqitet si më poshtë:-

H1o/e: Rreziku i firmës nuk është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/e: Rreziku i firmës është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 1/f: Fleksibiliteti financiar dhe struktura e kapitalit

Fleksibiliteti financiar tregon sesa është raporti i mjeteve monetare të firmës ndaj totalit të aktiveve korente të saj. Dhe ne presim që, nëse fleksibiliteti i firmave rritet, nevojat për financim të jashtëm pakësohen.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e rrezikut të firmës, paraqitet si më poshtë:-

H1o/e: Fleksibiliteti financiar i firmës nuk është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/e: Fleksibiliteti financiar i firmës është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 1/g: Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh dhe struktura e kapitalit

DeAngelo dhe Masulis (1980) argumentojnë se shpenzimet me natyrë joborxhi mund të jenë zëvendësuese të plota të shpenzimeve të interesit të borxhit. Gjithashtu, siç është parashikuar dhe nga teoria trade-off, një përdorim i lartë i shpenzimeve joborxh (si psh. e amortizimit), ul përfitimin e mundshëm tatimor nga përdorimi i borxhit dhe kështu lidhja midis të dy variablave (shpenzimeve joborxh dhe levës), duhet të jetë negative. Pra, ne presim që përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh të ndikojë negativisht në nivelin e

⁵³ Hsia (1981), kombinoi modelin e çmimit të opsioneve (OPM), modelin e çmimit të aktiveve kapitale (CAPM) si dhe teorinë e Modigliani dhe Miller, për të treguar se midis rrezikut të biznesit dhe levës financiare ekziston një lidhje pozitive.

⁵⁴ Myers (1977), arriti në përfundimin se një firmë me rrezik të lartë, ka një nivel më të ulët të kostove të agjencisë të lidhura me emetimin e borxhit. Kështu ndikimi i një emetimi borxhi me rrezik të lartë mbi vlerën e tregut të firmës është më i ulët nqs. investimi i ndërmarrë ka një risk më të lartë sesa pjesa tjetër e investimeve.

borxhit të firmave, ashtu siç sugjerohet dhe në studimet e DeAngelo dhe Masulis (1980), Rajan dhe Zingales (1995) dhe Deesomsak et al. (2004).

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e rrezikut të firmës, paraqitet si më poshtë:-

H1o/f: Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh nuk është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H1A/f: Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh është i lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 2

Shumë studime, të mëparshme empirike apo dhe të kohëve të fundit, kanë analizuar përcaktuesit specifikë të firmave, të cilët ndikojnë në zgjedhjen e strukturës së kapitalit të tyre. Por, vetëm disa hulumtime të fundit, kanë ekzaminuar faktorët specifike të vendit për të parë efektin e tyre mbi strukturën e kapitalit të kompanive (Antoniou, 2002; Korajczyk dhe Levy, 2003; Mateus, 2006; Bas et al., 2009; Dincergok dhe Yalciner, 2011; Saledi dhe Manesh, 2012). Disa studime kanë përdorur variabla të ndryshme për të analizuar efektin e faktorëve makroekonomikë mbi vendimet financiare të firmës (Mateus, 2006; Bas et al., 2009). Në këtë studim janë përdorur norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit (INF) dhe norma e huadhënies (INF), për të identifikuar kushtet makroekonomike shqiptare.

Hipoteza e dytë kryesore paraqitet si më poshtë:-

Ho/A: Nuk ekziston asnjë marrëdhënie statistikisht e rëndësishme midis faktorëve makroekonomikë dhe vendimit mbi strukturën e kapitalit.

H1/A: Ekziston një marrëdhënie statistikisht e rëndësishme midis faktorëve makroekonomikë dhe vendimit mbi strukturën e kapitalit.

Në mënyrë që të identifikojmë efektin e variablave makroekonomike në strukturën e kapitalit të firmës, ky studim përdor nënhipotezat e mëposhtme:

Hipoteza 2/a: Norma e rritjes e GDP-së dhe struktura e kapitalit

Mateus (2006) përdori rritjen e GDP-së si një tregues, i cili përcakton ecurinë ekonomike të një vendit dhe, sipas tij, një rritje ekonomike sinjalizon praninë e firmave të shëndetshme, të cilat mund të vazhdojnë rritjen e mëtejshme, duke çuar në rritjen e nivelit të borxhit për të financuar aktivitetet e tyre. Prandaj, pritet një marrëdhënie pozitive midis rritjes së GDP-së dhe levës financiare, e cila është në përputhje me teorinë trade-off.

Nga ana tjetër, disa nga studimet e viteve të fundit tregojnë rezultate të ndryshme, duke sugjeruar se lidhja midis rritjes së GDP-së dhe strukturës së kapitalit është negative, apo madje edhe e parëndësishme (Gurcharan, 2010; Abzari et al., 2012).

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e normës së rritjes së GDP-së, paraqitet si më poshtë:-

H2o/a: Norma e rritjes e GDP-së nuk është e lidhur pozitivisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H2A/a: Norma e rritjes e GDP-së është e lidhur pozitivisht me vendimin me vendimin

mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 2/a: Norma e inflacionit dhe struktura e kapitalit

Sipas Umaru dhe Zubairu (2012), ruajtja e stabilitetit të çmimeve vazhdon të mbetet një objektiv i politikës monetare për shumicën e vendeve sot në botë. Inflacioni është përcaktuar si një rritje e vazhdueshme e çmimeve të mallrave dhe e shërbimeve në një vend përgjatë një periudhe të gjatë kohore. Gjithashtu, një ndër objektivat kryesore të Bankës së Shqipërisë, është ruajtja e stabilitetit të çmimeve. Gjatë vitit 2011, norma mesatare e inflacionit ka rezultuar 3.5 përqind, thuajse e barabartë me atë të një viti më parë, por me një luhatshmëri më të lartë (Banka e Shqipërisë, 2011)

Fischer (2011) vërtetoi se periudhat me inflacion të lartë, shoqërohen me investime më të pakta në aktive fikse dhe me një ulje të normës së rritjes së biznesit. Kjo do të thotë se gjatë periudhave me inflacion të lartë, kompanitë do të përpiqen që të reduktojnë kostot e tyre sa më shumë që të jetë e mundur, duke përfshirë dhe shpenzimet e interesit. Gordon (1982) analizoi lidhjen e mundshme ekonomike midis normave të interesit, inflacionit, politikave financiare të korporatave dhe kostove të falimentimit të tyre. Gjetjet e tij tregojnë se rritja e normave nominale të interesit do të çojnë në rritjen e kostove të falimentimit. “Kjo lidhje midis kostove të falimentimit dhe normave nominale të interesit, të cilat pësojnë rritje nga inflacioni, jep një tjetër justifikim mbi argumentin se inflacioni është i kushtueshëm” (Gordon, 1982, f. 488). Kështu, me rritjen e inflacionit, rritet rreziku i financimit me borxh, pasi vetë huadhënësit përpiqen që të shmangin dhënien e borxhit. Pra, parashikohet një marrëdhënie negative midis normës së inflacionit dhe strukturës së kapitalit të kompanive.

Por sipas një këndvështrim tjetër, rritja e inflacionit çon në rritjen e përfitimit tatimor nga zbritja e interesave para tatimit (Myers, 2001), duke bërë që të ekzistojë një marrëdhënie pozitive midis inflacionit dhe levës (Taggart, 1985; Mateus, 2006).

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e normës së inflacionit, paraqitet si më poshtë:-

H2o/b: Norma e inflacionit nuk është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit. H2A/b: Norma e inflacionit është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.
--

Hipoteza 2/c: Norma e interesit dhe struktura e kapitalit

Interesi i kredisë konsiderohet si angazhim afatgjatë, pasi firma ka detyrimin e kryerjes së pagesave fikse për një periudhë të caktuar kohore. Për këtë arsye firmat në përgjithësi nuk preferojnë që të rrisin nivelin e kredisë, kur interesi i tregut është i lartë për shkak të rrezikut të falimentimit. Përmes hipotezës së mëposhtme, kërkohet të identifikohet nëse norma e interesit ka një ndikim negativ mbi strukturën e kapitalit të firmës. Gjithashtu, kërkohet të identifikohet lidhja midis normave të interesit dhe borxhit afatshkurtër, pasi borxhi afatshkurtër i siguron biznesit likuiditetin e nevojshëm, për të kryer operacionet e saj, por në të njëjtën kohë e ekspozon atë ndaj rrezikut të rifinancimit.

Studimi i Antoniou et al. (2002), vërtetoi se norma e interesit është e lidhur negativisht me levën dhe nga ky studim, ne presim të njëjtën lidhje midis të dy variablave.

Hipoteza specifike, e cila shqyrton ndikimin e normës së interesit, paraqitet si më poshtë:-

H2o/c: Norma e interesit nuk është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

H2A/c: Norma e interesit është e lidhur negativisht me vendimin mbi strukturën e kapitalit.

Hipoteza 3

Studimi i Hovakimian et al. (2001) vërtetoi se firmat e “rregullojnë” raportin e tyre të borxhit sipas raporteve mesatare të borxhit të industrisë. “Firmat në të njëjtën industri përjetojnë rrezik biznesi të ngjashëm me njëra-tjetrën, për shkak se ata prodhojnë produkte të ngjashme, kanë shpenzime të ngjashme, mbështeten në teknologji të ngjashme dhe operojnë sipas rregullave apo udhëzimeve të ngjashme” (Mohapatra, 2012, f. 3). Studimi i Mohapatra (2012) mori në shqyrtim 626 kompani joqeveritare dhe jofinanciare, duke përdorur pasqyrat financiare të publikuara nga Banka e Indisë për një periudhë prej 23 vitesh (1987-1988 dhe 2009-2010). Firmat u klasifikuan në pesë grupe, të quajtura Klasa Industri (IC), duke siguruar prova se levat e klasave të ndryshme dallojnë në mënyrë të konsiderueshme nga njëra-tjetra.

Ky studim do të identifikojë nëse firmat, të cilat i përkasin sektorit të tregtisë, kanë strukturë kapitali, të ndryshme nga grupi i firmave të tjera. Për këtë arsye, hipoteza e tretë kryesore paraqitet si më poshtë:-

H3o: Nuk ka ndryshim në vendimin e strukturës së kapitalit midis sektorit tregtar dhe jotregtar.

H3A: Ka ndryshim në vendimin e strukturës së kapitalit midis sektorit tregtar dhe jotregtar.

4.3 Matja e variablave

Në këtë nënçështje do të trajtohet fillimisht mënyrat e matjes së levës financiare (variablit të varur), e cila është konsideruar si një tregues i përafërt për të matur strukturën e kapitalit. Gjithashtu do të trajtohet matja e variablave të pavarura, duke përfshirë faktorët specifikë të firmës dhe faktorët makroekonomikë të vendit, të cilat janë detajuar si më poshtë:

4.3.1 Matja e strukturës së kapitalit

Nga literatura, është vërejtur se janë përdorur disa metoda për të matur strukturën e kapitalit (Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales; 1995, Frank dhe Goyal, 2009; Prahalathan, 2010; Saeedi dhe Mahmoodi, 2011). Rajan dhe Zingales (1995) aplikoi katër metoda për matjen e strukturës së kapitalit: Detyrimet totale mbi totalin e aktiveve, borxhin total mbi totalin e aktiveve, borxhin total mbi aktivet neto dhe borxhin e përgjithshëm mbi kapitalin. “Është e qartë, se shtrirja e levave dhe matja e tyre varet nga

objektivi i analizës” (Rajan dhe Zingales, 1995, f. 1427). Në studimin empirik të Frank dhe Goyal (2009), janë përdorur katër përkufizime alternative të levave duke përfshirë si matjet e tregut, ashtu dhe kontabël të levave: raportin e totalit të borxhit ndaj vlerës së tregut të aktiveve (TDM), raportin e totalit të borxhit ndaj vlerës kontabël të aktiveve (TDA), raportin e borxhit afatgjatë ndaj vlerës së tregut të aktiveve (LDM) dhe raportin e borxhit afatgjatë ndaj vlerës kontabël të aktiveve (LDA). Ndërsa në studimet e Prahalathan (2010) mbi 31 firma të listuara të sektorit të manifakturës në Srilanka dhe të Saeedi dhe Mahmoodi (2011), janë përdorur raporti i borxhit afatshkurtër, borxhit afatgjatë dhe borxhit total.

Dallimi i parë në përkufizimin e levës financiare, dhënë nga autorë të ndryshëm, konsiston në përdorimin e borxhit afatshkurtër, borxhit afatgjatë ose borxhit total. Ndërsa dallimi i dytë konsiston në përdorimin e vlerës kontabël të borxhit (e matur nga vlera e llogarisë së borxhit pjestuar me vlerën e llogarisë së totalit të aktiveve), apo vlerës së tregut të borxhit (e matur nga borxhi ndaj vlerës së tregut të aktiveve). Studimet e kryera në vendet e zhvilluara janë përqëndruar kryesisht në raportin e borxhit afatgjatë ose në raportin e totalit të borxhit, të cilat janë përdorur dhe nga Frank dhe Goyal (2009). Arsyeja primare është se vendet në të cilat i kanë zhvilluar studimet këto autorë, i kanë aktive tregjet financiare, në të cilat firmat e listuara mund të emetojnë tituj borxhi. Por në vendet në zhvillim, ose në vendet kur tregjet financiare nuk janë shumë të zhvilluara, kompanitë preferojnë të dyja format e financimit: borxhin afatshkurtër dhe afatgjatë për financimin aktivitetëve të tyre (Pandey, 2002). Pandey (2002) jep të njëjtat argumente mbi zgjedhjen e mënyrës së llogaritjes të strukturës së kapitalit (Pandey, 2002, f. 5).

Disa autorë kanë sugjeruar përdorimin e vlerës së tregut të borxhit si tregues më të saktë për të matur strukturën e kapitalit, pasi ajo pasqyron më mirë pozitën aktuale dhe të ardhshme të firmave (Welch, 2004; Frank dhe Goyal, 2005). Por sipas Kumar (2005), leva kontabël nuk merr parasysh perspektivat e ardhshme, por vetëm skenarin e tanishëm të fuqisë financiare të firmave. Por Myers (1977) argumentoi se menaxherët preferojnë levën kontabël, sepse niveli i borxhit varet dhe mbështetet mbi aktivet e firmës dhe jo mbi mundësitë e rritjes së saj. Për më tepër, tregjet financiare luhaten mjaft shpesh dhe menaxherët nuk janë në gjendje për të marrë vendime të sakta, në lidhje me politikën e financimit të firmës (Frank dhe Goyal, 2005).

Nga ana tjetër, siç përmend dhe Frank dhe Goyal (2009), një sërë studimesh janë përqëndruar në një mënyrë të vetme, për të vlerësuar levën financiare të firmave: raportin e totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve ose raportin e totalit të borxhit ndaj kapitalit. Kështu Pandey (2002) merr në konsideratë vetëm raportin e totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve, me vlerën e librit për të identifikuar levën financiare të firmave.

Pra, siç vihet re nga rishikimi i literaturës, nuk ka një përkufizim specifik të rekomanduar mbi levën financiare ose strukturën e kapitalit. Në këtë punim, duke ndjekur dhe studimet e Prahalathan (2010) dhe Saeedi dhe Mahmoodi (2011), do të përdorim vlerën kontabël të borxhit dhe jo vlerën e tregut të tij, pasi në Shqipëri nuk ekzistojnë tregjet aktive të kapitalit, si dhe tre mënyra të ndryshme të matjes së levës financiare: raportin e borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve (DASH), raportin e borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve (DAGJ) dhe raportin e totalin e borxhit ndaj totalit të aktiveve (DAT).

4.3.2 Matja e variablave të pavarur

Përfitueshmëria

Studime të ndryshme kanë përdorur përkufizime të ndryshme për përfitueshmërinë e firmave. Daskalakis dhe Psillaki (2006) e matën përfitueshmërinë si raportin e të ardhurave para tatimit (EBT) ndaj totalit të aktiveve. Rajan dhe Zingales (1995) përdorën raportin e EBITDA-së ndaj vlerës kontabël të aktiveve për të matur përfitueshmërinë. Antoniou et al. (2002) e përcaktuan përfitueshmërinë si raportin e të ardhurave operative (fitimet para taksave, interesave, zhvlerësimit dhe amortizimit) ndaj totalit të aktiveve. Titman dhe Wessels (1988), Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), Deesomsak et al., (2004) dhe De Jong et al. (2008), përdorën fitimet para interesave dhe taksave (EBITDA) mbi aktivet si përafrim për përfitueshmërinë, duke vërtetuar dhe lidhjen negative midis këtij variabli dhe levës financiare të firmave.

Për qëllim të këtij studimi, përfitueshmëria e firmës është përcaktuar si raporti i fitimit neto ndaj totalit të aktiveve (ROA) dhe raportit të fitimit neto ndaj totalit të kapitalit (ROE), të cilat janë përdorur dhe nga shumë studiues të tjerë (Zeitun dhe Tian, 2007; Onapola dhe Kajola, 2010; Obert dhe Olawale, 2010; Saeedi dhe Mahmodi, 2011; Abu-Rub, 2012).

Trupëzimi i aktiveve

Trupëzimi i aktiveve është përcaktuar si raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve dhe studime të ndryshme kanë vërtetuar se vendimi mbi strukturën e kapitalit varet nga lloji i aktiveve në pronësi të firmës (Myers, 1977; Titman dhe Wessels, 1988; Rajan dhe Zingales, 1995; Pandey, 2002; Fan et al., 2004; Drobetz dhe Fix, 2003; Daskalakis dhe Psillaki, 2006).

Duke ndjekur studimet e Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995), Pandey (2002) Drobetz dhe Fix (2003) dhe Fan et al. (2004), trupëzimi i aktiveve do të matet si raporti i aktiveve fikse mbi totalin e aktiveve, për të provuar ekzistencën e një lidhjeje midis aktiveve fikse dhe strukturës së kapitalit të firmës.

Likuiditeti

Në studimin e Shahjahanpour et al. (2010) mbi kompanitë iraniane, për të matur likuiditetin, është përdorur raporti i aktiveve korente ndaj detyrimeve korente. Studimi i tyre vërtetoi se midis likuiditetit dhe strukturës së kapitalit ekziston një lidhje negative.

Duke ndjekur Antoniou et al. (2002), Andersen et al. (2002), Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003) dhe Shahjahanpour et al. (2010), në këtë studim, për të matur likuiditetin si dhe për të verifikuar lidhjen e tij me strukturën e kapitalit, do të përdoret raporti i aktiveve korente ndaj detyrimeve korente.

Madhësia e firmës

Niveli i shitjeve si dhe totali i aktiveve janë zërat më të zakonshme për të identifikuar madhësinë e firmave. Disa studiues kanë përdorur logaritmin natyror të shitjeve (Titman dhe Wessels, 1988; Mehran, 1992; Rajan dhe Zingales, 1995; Frank dhe Goyal, 2003; Drobetz dhe Fix, 2003; Drobetz et al., 2007), ndërsa të tjerë kanë përdorur totalin e aktiveve për të identifikuar efektet e madhësisë së firmës mbi levën financiare (Titman dhe Wessels, 1988; Mehran, 1992). Mehran (1992) ka përdorur vlerën kontabël të aktiveve për të matur madhësinë e firmës, si dhe raportin e borxhit afatgjatë ndaj vlerës kontabël të aktiveve për të matur levën. Autorë të tjerë kanë përdorur logaritmin natyror të shitjeve (Frank dhe Goyal, 2003; Frank dhe Goyal, 2009; Daskalakis dhe Psillaki, 2006).

Duke ndjekur studimet e Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), Zeitun dhe Tian (2007) dhe Frank dhe Goyal (2009), madhësia e firmës do të llogaritet përmes logaritmit natyror të totalit të aktiveve. Në këtë studim nuk është marrë logaritmi natyror i totalit të shitjeve, sepse disa firma në mostrën e përdorur e kanë totalin e shitjeve të barabartë me zero dhe në këtë rast ne nuk mund të përcaktojmë një vlerë, e cila identifikon madhësinë e firmave.

Rreziku i firmës

Luhatshmëria e të ardhurave apo rreziku i biznesit, është një tregues i rritjes së probabilitetit për të dështuar në shlyerjen e pagesave të borxhit. Në përgjithësi ne presim një lidhje negative midis këtij variabli dhe levës financiare. Në studime të ndryshme për të matur rrezikun e biznesit është përdorur devijimi standart i ndryshimit të përqindjes së të ardhurave operative (Titman and Wessels, 1988), devijimi standart i të ardhurave para interesave dhe tatimit (Huang dhe Song, 2004), raporti i devijimit standart të fitimeve para interesave dhe taksave, ndaj mesatares së totalit të aktiveve (Dincergok dhe Yalciner, 2011), raporti i totalit të shitjeve ndaj të ardhurave operative të biznesit (Paydar dhe Bardai, 2012) apo devijimi standart i ndryshimit të përqindjes së të ardhurave operative para zhvlerësimit, interesave dhe taksave (Muhammad, 1999).

Në këtë studim rreziku i biznesit është matur përmes raportit të devijimit standart të së ardhurave para interesave dhe tatimit (EBIT) ndaj vlerës mesatare së të ardhurave para interesave dhe tatimit për periudhën e studimit 2008-2011. Kjo, është realizuar për të eliminuar efektin e madhësisë së firmës nga ky tregues, e cila u mat si logaritmi natyror i aktiveve.

Fleksibiliteti financiar

Ky variabël është marrë në studim kohët e fundit si një nga përcaktuesit e strukturës së kapitalit të firmës. Në përgjithësi fleksibiliteti financiar matet si raporti i totalit të mjeteve monetare të disponuara nga firma plus letrave me vlerë të tregtueshme ndaj totalit të aktiveve korente (Chen and Jiang, 2001). Meqenëse firmat e marra në studim nuk kanë letra me vlerë të mbajtura për t'u rishitur, atëherë fleksibiliteti financiar do të matet thjesht nga raporti i mjeteve monetare ndaj aktiveve korente.

Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh

Zbritja e amortizimit para llogaritjes së tatimit të biznesit, njihet me termin “përfitim tatimor nga shpenzimet joborxh”. DeAngelo dhe Masulis (1980) argumentojnë se rritja e këtyre lloj shpenzimesh do të çojë në reduktimin e sasisë së borxhit të përdorur.

Duke ndjekur studimet e Deesomsak et al. (2004), Song dhe Philippatos (2004) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011), përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh do të matet përmes raportit të shpenzimeve të amortizimit ndaj vlerës kontabël të totalit të aktivitetit.

Norma e rritjes së GDP-së

Produkti i brendshëm bruto (GDP-ja) është vlera e tregut e të gjitha mallrave dhe shërbimeve përfundimtare, të prodhuara në një vend gjatë një periudhe një vjeçare (Bergh, 2009). Ndërsa norma e rritjes së GDP-së është rritja e prodhimit dhe konsumit të mallrave dhe shërbimeve, e krahasuar me një vit më parë dhe shërben si një mënyrë matjeje të rritjes ekonomike të një vendi. Rritja e GDP-së (në përqindje) në terma vjetore, është një shifër e përdorur më së shumti në literaturat e shqyrtuara (Muhammad, 1999; Mateus, 2006; Bas et al., 2009). Ky studim gjithashtu përdor të njëjtin përkufizim (rritjen në përqindje të produktit të brendshëm bruto), për të shqyrtuar efektin e këtij variabli makroekonomik mbi vendimin e strukturës së kapitalit të firmave.

Norma e inflacionit

Gulati (1997) e ka matur inflacionin përmes përqindjes së rritjes të çmimeve të produktit dhe kostove të prodhimit. Rezultatet e studimit të tij treguan se inflacioni ndikon ndjeshëm mbi levën. Në studimin e Mutenheri dhe Green (2002), inflacioni është matur si përqindje e ndryshimit në indeksin e çmimeve të konsumit. Norma e inflacionit në këtë studim është përcaktuar si ndryshimi vjetor në përqindje të nivelit të çmimeve të konsumit dhe të dhënat mbi këtë tregues janë marrë nga raportet statistikore të Bankës së Shqipërisë (2012).

Norma e interesit

Sipas Antoniou et al. (2002), norma e interesit është e lidhur negativisht me levën si dhe në studimin e tij, norma e interesit është matur përmes strukturës kohore të normave të interesit. Muhammedi (1999), për të analizuar ndikimin e interesit mbi strukturën e kapitalit në Malajzi, Pakistan dhe Japoni, përdori normën bazë të kreditimit. Drobetz et al. (2006) për të përcaktuar interesin e tregut, përdori interesin tre-mujor të instrumentave të tregut monetar. Ky variabël u përdor si një nga ndryshoret e pavarura në studimin e tyre mbi përcaktuesit e strukturës së kapitalit të Francës, Gjermanisë dhe Mbretërisë së Bashkuar.

Në këtë studim, për të identifikuar normën e interesit të tregut të të gjitha firmave të zgjedhura, është përdorur norma bazë e kreditimit, duke i'u referuar raporteve zyrtare të Bankës së Shqipërisë (2012).

Tabela 4.2. Përkufizimi i variablave dhe marrëdhënia e parashikuar

Faktorët	Emri i variablit	Përkufizimi	Marrëdhënia e parashikuar (për DAT-në)
----------	------------------	-------------	--

Përfitueshmëria	ROA	Fitimi neto/Totali i aktiveve	Negative
	ROE	Fitimi neto/Totali i kapitalit	
Trupëzimi i aktiveve	TRUP	Aktive fikse/Totali i aktiveve	Pozitive
Likuiditeti	LIK	Aktive korente/Detyrime korente	Negative
Madhësia e firmave	MADH	Logaritmi natyror (Totali i aktiveve)	Pozitive
Rreziku i biznesit	RISK	Devijimi standart i EBIT/ Vlera mesatare e EBIT	Pozitive
Fleksibiliteti finciar	FLEKS	Mjete monetare/Aktive korente	Negative
Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	PTSHA	Shpenzimet e amortizimit/ Totali i aktiveve	Negative
Norma e rritjes së GDP-së	GDP	Përqindja vjetore e rritjes së produktit të brendshëm bruto	Pozitive
Norma e inflacionit	INF	Përqindja vjetore e ndryshimit të çmimit të konsumit	Negative
Norma e interesit	INT	Norma bazë e kreditimit	Negative

Tabela 4.2 paraqen përkufizimet e variablave të pavarura të cilat do të testohen në këtë studim si dhe marrëdhëniet e parashikuara midis variablave të përzgjedhura dhe strukturës së kapitalit të matur përmes raportit të totalit të borxhit (DAT).

Tabela 4.3. Përmbledhje e referencave dhe e evidencave teorike

Faktorët	Referencat teorike	Evidencat empirike (pozitive)	Evidencat empirike (negative)
Përfitueshmëria	Rajan dhe Zingales (1995); Myers (1984)	Antoniou et al.(2002); Frank and Goyal (2003); Xu (2012)	Titman dhe Wessels (1988); Daskalakis dhe Psillaki (2006); Paydar and Bardai (2012)
Trupëzimi i aktiveve	Myers (1977)	Pandey (2002); Dobrex and Fix(2003); Paydar and Bardai (2012)	Daskalakis dhe Psillaki (2006); Paydar and Bardai (2012)
Likuiditeti	Saddour (2006)	Andersen et al. (2002)	Opler et al. (1999)
Madhësia e firmave	Frank dhe Goyal (2005)	Daskalakis dhe Psillaki (2006)	Titman dhe Wessels (1988)
Rreziku i biznesit	Bradley et al. (1984)	Huang dhe Song (2004); Dincergok dhe Yalciner (2011)	Titman dhe Wessels (1988)
Fleksibiliteti finciar	Hsia (1981)	Hsia (1981)	Chen dhe Jiang (2001)
Përfitimi tatimor	DeAngelo dhe	Bradley et al. (1984)	Gurcharan (2010)

nga shpenzimet joborxh	Masulis (1980)		
Norma e rritjes së GDP-së	Taggart (1985)	Saeed dhe Scheuermann (2008)	Gurcharan (2010)
Norma e inflacionit	Booth et al. (2001)	Frank dhe Goyal (2007)	Mateus (2006); Bas et al. (2009)
Norma e interesit	Bartholdy dhe Mateus (2008)	Riaz (2011)	Antoniou et al. (2002)

Tabela 4.3 paraqet referencat teorike në të cilat është bazuar ky punim si dhe disa nga rezultatet e studimeve të mëparshme empirike.

4.4 Specifikimi i modelit

Për të testuar hipotezat e ngritura, autorë të ndryshëm kanë përdorur modele të shumta të regresionit linear në studimet e tyre empirike (Prahalthan, 2010; Shahjahanpour, 2010). Prahalthan (2010) përdori tri regresione të shumëfishta lineare për të testuar raportin e borxhit afatgjatë, raportin e borxhit afatshkurtër si dhe raportin e totalit të borxhit ndaj variablave të pavarura (intesitetin e kapitalit, trupëzimin e aktiveve, përfitueshmërinë, madhësinë e firmës dhe përfitimin tatimor nga shpenzimet joborxh).

Në studimin e Shahjahanpour (2010), rezultatet u bazuan në një test korrelacioni dhe në një regresion të shumëfishtë. Dhe si shumica e studimeve ekzistuese empirike të kryera mbi strukturën e kapitalit (Antoniou et al., 2002; Prahalthan, 2010; Gurcharan, 2010), ky studim do të përdorë teknikën e regresionit linear, për të shpjeguar efektin e faktorëve të ndryshëm mbi variablat e varur.

Gjithashtu, ky studim përdor modelin e regresionit me të dhëna panel (të dhëna të seksionit kryq) të ngjashme me atë të përdorur nga Antoniou et al. (2002) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011) në studimet e tyre mbi përcaktuesit e strukturës së kapitalit. Të dhënat panel janë grupimi i vëzhgimeve në seksion kryq të njëjësive gjatë periudhave kohore të përcaktuara (Gujarati, 2004). Sipas Antoniou et al. (2002), përdorimi i të dhënave panel ka disa avantazhe në krahasim me të dhënat tërthore, pasi këto të dhëna krijojnë më shumë shkallë lirie, numër më të madh të vëzhgimeve, zvogëlon multikolinearitetin midis variablave shpjeguese dhe jep vlerësime më efikase. Dincergok dhe Yalciner (2011), gjithashtu ka përdorur analizën e të dhënave panel pasi observimet në studimin e tyre kishin dy dimensionet, një dimension të të dhënave kryq dhe një dimension të serive kohore.

Ekuacionet e regresionit të shumëfishtë janë përdorur për të testuar hipotezat e zhvilluara më sipër si dhe për të përcaktuar lidhjen midis variablave (përfitueshmëria, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh) mbi strukturën e kapitalit (raporti i borxhit afatshkurtër, raporti i borxhit afatgjatë dhe raporti i totalit të borxhit), duke shtuar më pas variablat makroekonomikë (norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit). Kjo qasje është në përputhje me studimet e Deesomsak et al. (2004) dhe Gurcharan (2010). Në këtë studim është përdorur Paketa Statistikore Gretl (2012) për të përfutur modelet e regresionit si dhe për të vlerësuar koeficientët e korrelacionit të tyre.

Modelet ekonometrike funksionale, të përdorura për të shqyrtuar hipotezat kryesore, janë dhënë në mënyrë specifike në ekuacionet 1, 2 dhe 3:

$$Y_{dash} = \alpha_0 + \alpha_1 * ROA + \alpha_2 * ROE + \alpha_3 * TRUP + \alpha_4 * LIK + \alpha_5 * MADH + \alpha_6 * RISK + \alpha_7 * FLEKS + \alpha_8 * PTSHA + \alpha_9 * PBB + \alpha_{10} * INF + \alpha_{11} * INT + D_1 + \varepsilon_1 \quad 1$$

$$Y_{dagj} = \beta_0 + \beta_1 * ROA + \beta_2 * ROE + \beta_3 * TRUP + \beta_4 * LIK + \beta_5 * MADH + \beta_6 * RISK + \beta_7 * FLEKS + \beta_8 * PTSHA + \beta_9 * PBB + \beta_{10} * INF + \beta_{11} * INT + D_2 + \varepsilon_2 \quad 2$$

$$Y_{dat} = \gamma_0 + \gamma_1 * ROA + \gamma_2 * ROE + \gamma_3 * TRUP + \gamma_4 * LIK + \gamma_5 * MADH + \gamma_6 * RISK + \gamma_7 * FLEKS + \gamma_8 * PTSHA + \gamma_9 * PBB + \gamma_{10} * INF + \gamma_{11} * INT + D_3 + \varepsilon_3 \quad 3$$

Variablat e pavarura të përdorura në analizë janë:

ROA (Kthimi nga aktivet) = Fitimi neto ndaj totalit të aktiveve.

ROE (Kthimi nga kapitali) = Fitimi neto ndaj totalit të kapitalit.

TRUP (Trupëzimi) = Aktivet fikse ndaj totalit të aktiveve.

LIK (Likuiditeti) = Aktivet korente ndaj detyrimeve korente.

MADH (Madhësia e firmës) = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve.

RISK (Rreziku i firmës) = Devijimi standart i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it.

FLEKS (Fleksibiliteti financiar) = Mjete monetare ndaj aktiveve korente.

PTSHA (Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh) = Shpenzimet e amortizimit ndaj totalit të aktiveve.

GDP = Norma e rritjes e GDP-së.

INF = Norma e inflacionit.

INT = Norma bazë e huadhënies.

Dhe variablat e varura janë:

DASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve.

DAGJ = Borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve.

DAT = Totali i borxhit ndaj totalit të aktiveve.

Variablat dummy dhe të tjera:

D1, D2, D3 = variablat dummy për sektorin e tregtisë e cila merr vlerën një nëse firma i përket sektorit të tregtisë dhe vlerën zero nëse i përket sektorëve të tjerë.

$\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3$ = termat e gabimit të rastit.

$\alpha_0, \beta_0, \gamma_0$ = koeficientët e regresionit.

Në mënyrë që të testohet hipoteza e tretë kryesore, në regresion është përfshirë një variabël “dummy”, i cili identifikon firmat e sektorit të tregtisë dhe shërben për të vlerësuar nëse lloji i industrisë ndikon mbi përcaktimin e strukturës së kapitalit të firmave. Matjet e variablave të pavarura janë zgjedhur në mënyrë të tillë që të reduktojnë efektin e multikolinearitetit midis variablave. Gjithashtu, duke përdorur të dhënat panel, zvogëlohet multikolineariteti midis variablave të pavarura (Antoniou et al., 2002). Sipas

Gujarati (2004), multikolineariteti nuk përbën një problem serioz kur R^2 është i lartë dhe koeficientët e vlerësuar janë individualisht të rëndësishëm të përcaktuar nga statistikat-t.

4.5 Testimi i hipotezave

Testimi i nënhipotezave realizohet sipas hipotezave me një bisht pasi ne kemi përcaktuar shenjë të koeficientëve të çdo variabli të zgjedhur për t'u vlerësuar. Në vijim do të shohim në mënyrë të detajuar secilën prej tyre.

Hipoteza 1

Kjo hipotezë shpjegon nëse variablat e përzgjedhura arrijnë të shpjegojnë strukturën e kapitalit të firmave. Përfundimet mbi hipotezat përcaktohen nga rëndësia statistikore e koeficientëve të regresionit të çdo variabli, ndërsa shenja e koeficientëve përpara çdo variabli përcakton marrëdhënien midis tyre dhe strukturës së kapitalit.

Në mënyrë statistikore, hipoteza e parë kryesore paraqitet si më poshtë⁵⁵:

H1o: $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i = 0$, $i = 1, 2, 3$, deri 8

H1A: $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i \neq 0$, $i = 1, 2, 3$, deri 8

ku, $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i$ janë koeficientët e përcaktuesve të strukturës së kapitalit të firmave (ROA-së, ROE-së, TRUP-it, LIK-ut, MADH-it, RISK-ut, FLEKS-it dhe PTSHA-së).

Testi-F do të përdoret për të testuar hipotezën bazë. Nëse testi-F i përlogaritur nga analiza e regresionit është më e lartë sesa vlera e paraqitur në tabelë, atëherë do të themi se koeficienti i përcaktuesit të strukturës së kapitalit nuk është statistikisht i rëndësishëm.

Më poshtë paraqiten nënhipotezat specifike të cilat janë shqyrtuar në këtë studim:

Hipoteza 1/a1: Kthimi nga aktivet

H1o/a1: $\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 = 0$, $\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 > 0$

H1A/a1: $\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 < 0$

Hipoteza 1/a2: Kthimi nga kapitali

H1o/a2: $\alpha_2, \beta_2, \gamma_2 = 0$, $\alpha_2, \beta_2, \gamma_2 > 0$

H1A/a2: $\alpha_2, \beta_2, \gamma_2 < 0$

Hipoteza 1/b: Trupëzimi i aktiveve

H1o/b: $\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 = 0$, $\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 < 0$

H1A/b: $\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 > 0$

Hipoteza 1/c: Likuiditeti

H1o/c: $\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0$, $\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$

H1A/c: $\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$

⁵⁵Këtu paraqiten vetëm shenjat e koeficientëve sipas hipotezave të ngritura dhe sipas rishikimit të literaturës. Rezultatet e detajuara gjenden në kreun vijues si dhe në Shtojcat 7.3-7.5 dhe 7.12, 7.13 dhe 7.29 studimit, ku: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Hipoteza 1/d: Madhësia e firmës

H1o/d: $\alpha_5, \beta_5, \gamma_5 = 0$, $\alpha_5, \beta_5, \gamma_5 < 0$

H1A/d: $\alpha_5, \beta_5, \gamma_5 > 0$

Hipoteza 1/e: Rreziku i firmës

H1o/e: $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 = 0$, $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 > 0$

H1A/e: $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 < 0$

Hipoteza 1/f: Fleksibiliteti financiar

H1o/f: $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 = 0$, $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 > 0$

H1A/f: $\alpha_6, \beta_6, \gamma_6 < 0$

Hipoteza 1/g: Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh

H1o/g: $\alpha_7, \beta_7, \gamma_7 = 0$, $\alpha_7, \beta_7, \gamma_7 > 0$

H1A/g: $\alpha_7, \beta_7, \gamma_7 < 0$

Hipoteza 2

Nga ana statistikore hipoteza e dytë kryesore shprehet si më poshtë:

H2o: $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i = 0$, $i = 9, 10, 11$

H2A: $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i \neq 0$, $i = 9, 10, 11$

ku, $\alpha_i, \beta_i, \gamma_i$ janë koeficientët e përcaktuesve të strukturës së kapitalit (GDP-së, INF-së dhe INT-së).

Nga ana statistikore të tëra nënhipotezat shprehen si më poshtë:

Hipoteza 2/a: Norma e rritjes së GDP-së

H2o/a: $\alpha_8, \beta_8, \gamma_8 = 0$, $\alpha_8, \beta_8, \gamma_8 < 0$

H2A/a: $\alpha_8, \beta_8, \gamma_8 > 0$

Hipoteza 2/b: Norma e inflacionit

H2o/b: $\alpha_9, \beta_9, \gamma_9 = 0$, $\alpha_9, \beta_9, \gamma_9 > 0$

H2A/b: $\alpha_9, \beta_9, \gamma_9 < 0$

Hipoteza 2/c: Norma e interesit

H2o/c: $\alpha_{10}, \beta_{10}, \gamma_{10} = 0$, $\alpha_{10}, \beta_{10}, \gamma_{10} > 0$

H2A/c: $\alpha_{10}, \beta_{10}, \gamma_{10} < 0$

Hipoteza 3

Hipoteza 3 është një zgjerim e dy hipotezave të para kryesore dhe paraqitet si më poshtë:

H3o: $\alpha_{11}, \beta_{11}, \gamma_{11} = 0$,

H3A: $\alpha_{11}, \beta_{11}, \gamma_{11} \neq 0$,

ku, $\alpha_{11}, \beta_{11}, \gamma_{11}$ janë koeficientët e variablit “dummy”.

4.6 Përmbledhja e kapitullit

Hipotezat e zhvilluara në këtë studim janë përcaktuar që të analizojnë marrëdhëniet midis:

1. Strukturës së kapitalit (DASH, DAGJ dhe DAT) dhe përcaktuesve specifikë të firmës (ROA, ROE, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh), të cilat formojnë hipotezën e dytë kryesore.
2. Strukturës së kapitalit (DASH, DAGJ dhe DAT) dhe variablave makroekonomikë (norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit), të cilat formojnë hipotezën e dytë kryesore.
3. Efektin e industrisë në zgjedhjen nivelit të levës, e cila formon hipotezën e tretë kryesore.

Mostra përfundimtare e kompanive është marrë nga Raportet vjetore të bilanceve, dokumenti zyrtar i dorëzuar pranë Zyrës Tatimore të Shtetit për periudhën katër vjeçare 2008-2011. Të dhënat janë analizuar si të dhëna panel (Gujarati, 2004) si dhe duke përdorur paketën statistikore Gretl (2012).

5. ANALIZA E REZULTATEVE TË STUDIMIT

Ky kapitull analizon dhe paraqet rezultatet e studimit. Qëllimi kryesor i këtij studimi është që të shqyrtojë se cilat janë faktorët, të cilët ndikojnë në vendimin e strukturës së kapitalit të firmave shqiptare. Ky studim përfshin tetë variabla specifike të firmës: kthimi nga aktivet, kthimi nga kapitali, trupëzimi, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh si dhe tre variabla makroekonomikë: norma e rritjes e GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit. Ky studim e identifikon strukturën e kapitalit të firmës nëpërmjet tri masave të ndryshme: raporti i borxhit afatshkurtër (DASH), raporti i borxhit afatgjatë (DAGJ) dhe raporti i totalit të borxhit (DAT). Në këtë kapitull, shqyrtohen përcaktuesit e strukturës së kapitalit të firmave gjatë periudhës 2008-2011 si dhe analizohen dallimet në përdorimin e levës financiare midis sektorit tregtar dhe jotregtar.

5.1 Statistikat përshkruese

Mostra përfshin 69 firma të cilat i përkasin sektorit të tregtisë, shërbimit, ndërtimit, prodhimit, farmaceutikës dhe sektorit të hidrokarbureve. Ndarja e kompanive, sipas industrive është realizuar duke u bazuar tek përshkrimi i tyre në bilancet e dorëzuara në Zyrën Shtetërore të Tatimeve. Në tabelën e mëposhtme do të shohim sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit të firmave gjatë periudhës 2008-2011.

Tabela 5.1. Evolucioni i strukturës së kapitalit në mostrën e përzgjedhur

Viti	DASH	DAGJ	DAT
2008	45.01%	21.91%	66.92%
2009	39.45%	22.15%	61.60%
2010	39.90%	20.80%	60.70%
2011	37.87%	20.01%	57.88%
Vlera mesatare	40.56%	21.22%	61.78%

Tabela 5.1 tregon evoluimin e strukturës së kapitalit të mostrës sipas të tre matjeve të strukturës së kapitalit, raportit të borxhit afatshkurtër, raportit të borxhit afatgjatë dhe raportit të totalit të borxhit. Vlera mesatare e raportit të borxhit afatshkurtër është e barabartë me 40.56 përqind, vlera mesatare e raportit të borxhit afatgjatë është 21.22 përqind dhe raporti i totalit të borxhit është 61.78 përqind. Firmat e mostrës kanë përdorur më shumë borxh afatshkurtër në vitin 2008, pasi raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktivit është i barabartë me 45.01 përqind. Nga ana tjetër, raporti i borxhit afatgjatë është më i lartë në vitin 2009 (22.15 përqind).

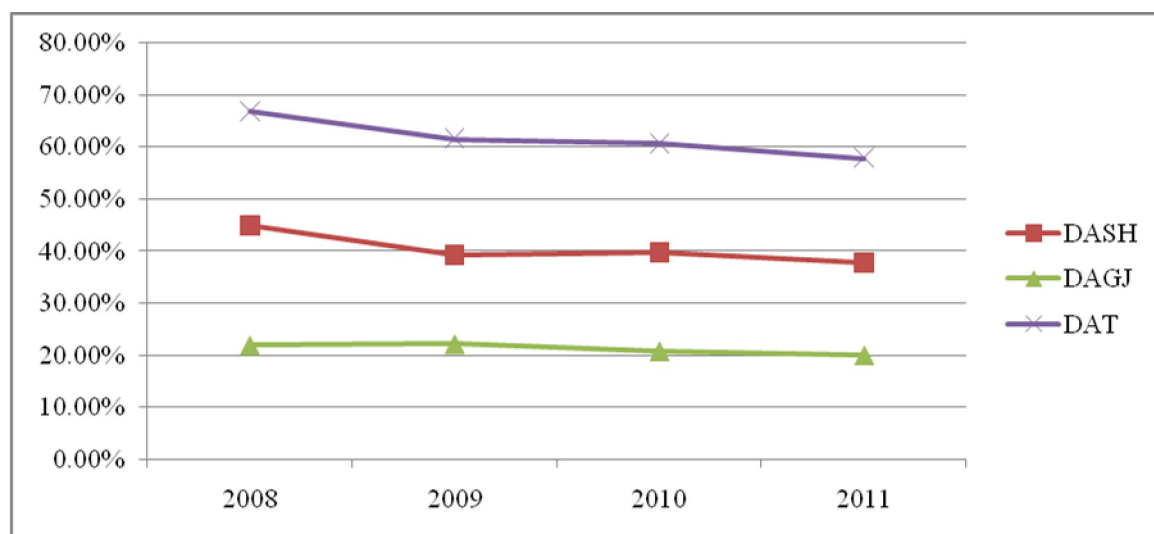


Figura 5. 1. Evolucionin e strukturës së kapitalit në mostrën e përzgjedhur

Figura 5.1 tregon evolucionin e DASH-së, DAGJ-së dhe DAT-së për të gjithë kampionin gjatë periudhës 2008-2011. Siç mund të vërehet nga figura e mësipërme struktura e

kapitalit e mostrës së përzgjedhur nuk ka shumë luhatje gjatë periudhës së studimit 2008-2011. Dallimi ndërmjet vlerës më të madhe dhe një të vogël është përkatësisht 7.14 përqind për raportin e borxhit afatshkurtër, 1.9 përqind për raportin e borxhit afatgjatë dhe 9.05 përqind për raportin e totalit të borxhit.

Megjithatë, duke shikuar në trendin midis raportit të borxhit afatshkurtër dhe afatgjatë të firmave gjatë vitit 2008, kompanitë kanë më shumë borxh afatshkurtër sesa borxh afatgjatë në strukturën e tyre të kapitalit (raporti i borxhit afatshkurtër është 23.1 përqind më i lartë sesa raporti i borxhit afatgjatë në vitin 2008). Gjatë periudhës së studimit, kompanitë kanë përdorur më shumë borxh afatshkurtër sesa borxh afatgjatë.

Tabela 5.2. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4

Variabli	Mesatarja	Moda	Minimumi	Maksimumi
DASH	0.4056	0.4000	0.0006	1.3209
DAGJ	0.2122	0.0282	0.0000	1.3279
DAT	0.6177	0.6553	0.0014	1.4546
ROA	0.0677	0.0519	-0.2247	0.6913
ROE	0.2186	0.1852	-1.8212	3.3657
TRUP	0.2668	0.1691	0.0000	0.9979
LIK	16.9332	1.7490	0.0829	583.188
MADH	17.5362	17.4169	14.5250	20.9756
RISK	-1.1107	0.4009	-70.6467	2.9900
FLEKS	0.2122	0.0664	0.0000	1.0000
PTSHA	0.0189	0.0050	0.0000	0.3952
GDP	0.0436	0.0361	0.0272	0.0750
INF	0.0320	0.0345	0.0230	0.0360
INT	0.1167	0.1152	0.1117	0.1246

Tabela 5.2 (vazhdon). Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4

Variabli	Devijimi standart	Koeficienti i variacionit	Skewness	Ex. kurtosis
DASH	0.2976	0.7337	0.3484	-0.7576
DAGJ	0.3032	1.4289	1.3813	0.9598
DAT	0.2867	0.4641	-0.2308	-0.2275
ROA	0.0985	1.4544	1.7093	7.8393
ROE	0.3744	1.7126	2.4551	26.0275
TRUP	0.2768	1.0374	1.0514	-0.0767
LIK	68.2277	4.0292	6.6444	46.9142
MADH	1.3780	0.0786	0.3834	-0.3942
RISK	9.0255	8.1259	-6.9018	49.0567
FLEKS	0.2750	1.2963	1.3505	0.6515
PTSHA	0.0396	2.0990	6.0952	50.0307
GDP	0.0187	0.4282	0.9817	-0.7976
INF	0.0053	0.1642	-1.0922	-0.7144
INT	0.0051	0.0435	0.6195	-1.1870

Shënim: DASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve; DAGJ = Borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve; DAT = Borxhi total ndaj totalit të aktiveve; ROA = Kthimi nga aktivet; ROE = Kthimi nga kapitali; TRUP = Aktivët fikse ndaj totalit të aktiveve; LIK = Aktivët korente ndaj detyrimeve korente; MADH = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve; RISK = Devijimi standard i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it; FLEKS = Mjetet monetare ndaj aktiveve korente; PTSHA = Shpenzimet e amortizimit ndaj totalit të aktiveve; GDP = Norma e rritjes së produktit të brendshëm bruto; INF = Norma e inflacionit dhe INT = Norma primare e huadhënies.

Tabela 5.2 raporton statistikën përshkuese për 69 firmat e marra në studim. Në kolonën e parë janë listuar variablat e varura dhe të pavarura të përdorura në këtë studim, në kolonën e dytë, të tretë, të katërt dhe të pestë paraqiten përkatësisht vlerat mesatare, moda, vlerat minimale dhe vlerat maksimale të tërës variabla. Kështu, mesatarja llogaritet duke pjestuar shumën e tërës vrojtimeve me numrin total të vrojtimeve, e cila jepet nga formula e mëposhtme:

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^N X_i}{n}$$

ku, X_i tregon vrojtimin i , ndërsa n tregon numrin total të vrojtimeve.

Për sa i përket variabla të varur, Tabela 5.2 tregon se mesatarja e raportit të borxhit afatshkurtër (DASH) për mostrën si një e tërë është afërsisht 40.56 përqind dhe raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve varion nga 0.06 përqind në 132.09 përqind. Mesatarja e raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ) është 21.22 përqind, e cila varion nga 0 përqind në 132.79 përqind. Këto shifra rezultojnë të tilla pasi 123 vrojtime vjetore të firmave nga 276 vrojtime në total kanë detyrimet afatgjata të barabarta me 0 si dhe vlera maksimale prej 132.79 përqind shfaqet pasi një firmë në kampion rezulton me më shumë detyrime afatgjata, krahasuar me totalin e aktiveve të saj. Mesatarja e raportit të totalit të borxhit (DAT) është 61.77 përqind, e cila varion nga 0.14 përqind në 145.46 përqind. Kjo pasi 13 vrojtime vjetore të firmave rezultojnë me kapital negativ si dhe kanë totalin e detyrimeve më të lartë sesa totalin e aktiveve të tyre. Kthimi nga aktivet (ROA) varion nga 22.47 përqind negativ në 69.13 përqind pozitiv me një mesatare prej afërsisht 6.65 përqind. Me një raport mesatar prej 21.86 përqind, kthimi nga kapitali (ROE) varion nga 182.12 përqind në 336.57 përqind. Gjithashtu trupëzimi i aktiveve është 26.66 përqind, i cili varion nga vlera më e ulët prej 0 përqind në vlerën më të lartë prej 99.79 përqind. Raporti mesatar i likuiditetit është 16.93 herë, duke variuar nga 8.26 përqind në 583.19 herë. Vlera mesatare e madhësisë së biznesit është 17.42 herë, e cila varion nga rreth 14.53 herë në 20.98 herë. Rreziku i biznesit ka një vlerë mesatare prej minus 1.11 herë, e cila varion nga përafërsisht minus 70.65 herë në 2.99 herë. Fleksibiliteti financiar i mostrës është 21.22 përqind dhe varion nga 0 përqind në 100 përqind. Vlen të përmendet se 2 vrojtime vjetore të firmave e kanë raportin e fleksibilitetit të barabartë me 0 dhe vetëm një vrojtim vjetor e ka raportin e fleksibilitetit të barabartë me 1. Vlera mesatare e raportit të përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh është 1.89 përqind, duke variuar nga 0 përqind në afërsisht 39.52 përqind. Gjithashtu 86 vrojtime vjetore të firmave nga 276 në total e kanë raportin e përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh të barabartë me 0 pasi nuk kanë fare shpenzime amortizimi.

Për sa i përket treguesve makroekonomikë, vlera mesatare e normës së rritjes së GDP-së për periudhën e studimit është 4.36 përqind dhe varion nga 2.72 përqind në 7.5 përqind. Mesatarja e normës së inflacionit është 3.2 përqind dhe varion nga 2.30 përqind në 3.60 përqind. Ndryshorja e fundit e pavarur e përdorur është norma e kreditimit me një vlerë mesatare prej 11.67 përqind, e cila varion nga 11.17 përqind në 12.46 përqind.

Përlllogaritja e devijimit standart bëhet sipas formulës:

$$DEV.STAND = \sqrt{\frac{\sum_i^n (X_i - \bar{X})^2}{(n-1)}}$$

ku ‘ $\bar{X}$ ’ tregon mesataren ndërsa ‘n’ tregon numrin total të vrojttimeve. Devijimi standart tregon sesa afër e dhëna është nga mesatarja (Torres-Reyna, 2013).

Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003) kanë ekzaminuar faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit në Spanjë gjatë periudhës 1994-1998, duke i grupuar firmat në disa sektorë. Në mungesë të të dhënave, ne nuk mund të formojnë një grup të veçantë për firmat e sektorit të farmaceutikës dhe hidrokarbureve, sepse janë vetëm 5 firma respektivisht për këto dy sektorë. Kjo tregohet më mirë në tabelën e mëposhtme:

Tabela 5.3. Ndarja e firmave në sektorin e tregtisë dhe të jotregtisë

Firmat	Nr. i firmave	Nr. i viteve	Nr. i vrojttimeve
Sektori tregtar	25	4	100
Sektori jo tregtar	44	4	176
Totali	69	4	276

Tabela 5.3 tregon ndarjen e firmave në dy grupe kryesore: sektori tregtar me 25 firma (100 vrojtme në total) dhe në sektorin jotregtar, në të cilin përfshihen 44 firmat e sektorëve të tjetër (176 vëzhgime në total).

Tabela 5.4. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit për sektorin e tregtisë

Viti	DASH	DAGJ	DAT
2008	54.29%	23.84%	78.12%
2009	43.38%	23.72%	67.10%
2010	46.57%	23.15%	69.72%
2011	39.56%	23.78%	63.35%
Mesatarja	45.95%	23.62%	69.57%

Tabela 5.4 tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër, raportit të borxhit afatgjatë si dhe të raportit të borxhit total për firmat, të cilat i përkasin sektorit të tregtisë.

Tabela 5.5. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit për sektorët jotregtarë

Viti	DASH	DAGJ	DAT
------	------	------	-----

2008	39.74%	20.81%	60.56%
2009	37.21%	21.26%	58.47%
2010	36.11%	19.47%	55.58%
2011	36.91%	17.86%	54.77%
Mesatarja	37.49%	19.85%	57.34%

Tabela 5.5 tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër, raportit të borxhit afatgjatë si dhe të raportit të borxhit total për firmat, të cilat nuk i përkasin sektorit të tregtisë. Nga tabelat e mësipërme vihet re se vlera mesatare e raportit të borxhit afatshkurtër për sektorin e tregtisë, është 45.95 përqind, ndërsa firmat e tjera e kanë raportin e borxhit afatshkurtër të barabartë me 37.49 përqind. Gjithashtu vlera mesatare e raportit të borxhit afatgjatë për sektorin e tregtisë është 23.62 përqind, ndërsa vlera mesatare e këtij raporti për firmat e tjera është 19.85 përqind. Ndërsa raporti i borxhit total për sektorin e tregtisë është i barabartë me 69.57 përqind dhe për firmat e tjera është i barabartë me 57.34 përqind. Pra, në përgjithësi ne mund të themi se firmat tregtare përdorin mesatarisht më shumë borxh afatshkurtër si dhe borxh afatgjatë, krahasuar me firmat e sektorëve të tjerë. Figurat 5.2, 5.3 dhe 5.4 paraqesin një krahasim të zgjedhjes së strukturës së kapitalit midis të dy grupeve të firmave.

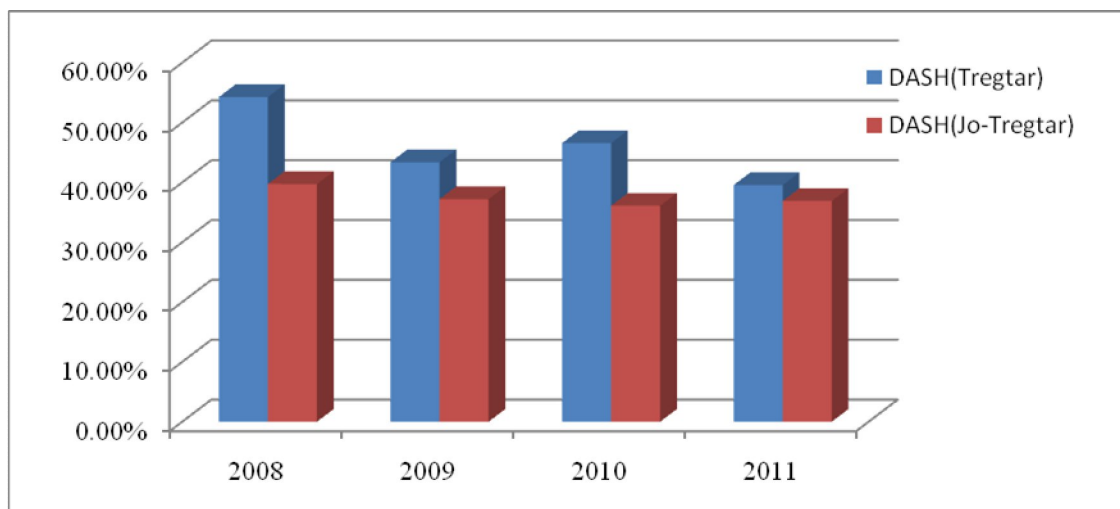


Figura 5. 2. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011

Figura 5.2 tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat tregtare dhe jotregtare. Diferenca më e madhe në nivelin e raportit të borxhit afatshkurtër midis dy grupeve të firmave paraqitet në vitin 2008. Në këtë vit firmat tregtare e kanë DASH-në afërsisht 14.55 përqind (54.29 përqind minus 39.74 përqind) më të lartë sesa firmat jotregtare. Ndërsa diferencat në nivelin e DAGJ-së midis firmave tregtare dhe jotregtare për vitet 2009, 2010 dhe 2011 janë përkatësisht 6.17 përqind, 10.46 përqind dhe 2.65 përqind.

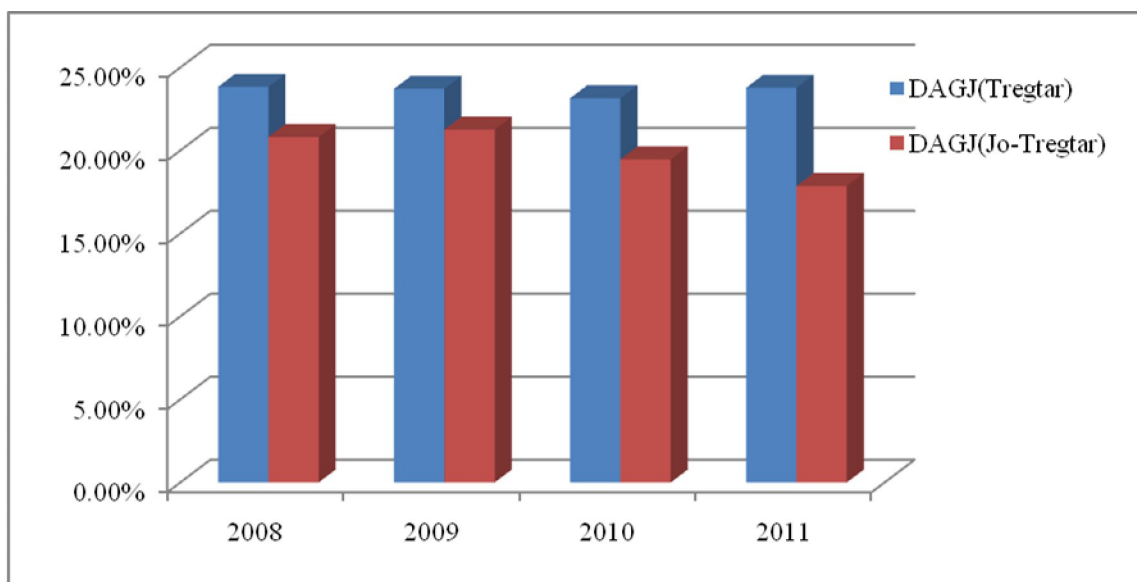


Figura 5. 3. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatgjatë për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011

Figura 5.3 tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit afatgjatë për firmat tregtare dhe jotregtare. Diferenca më e madhe në nivelin e raportit të borxhit afatgjatë midis dy grupeve të firmave paraqitet në vitin 2011. Në këtë vit firmat tregtare e kanë DAGJ-në afërsisht 5.92 përqind (23.78 përqind minus 17.86 përqind) më të lartë sesa firmat jotregtare. Ndërsa diferencat në nivelin e DAGJ-së midis firmave tregtare dhe jotregtare për vitet 2008, 2009 dhe 2010 janë përkatësisht 3.03 përqind, 2.46 përqind dhe 3.68 përqind.

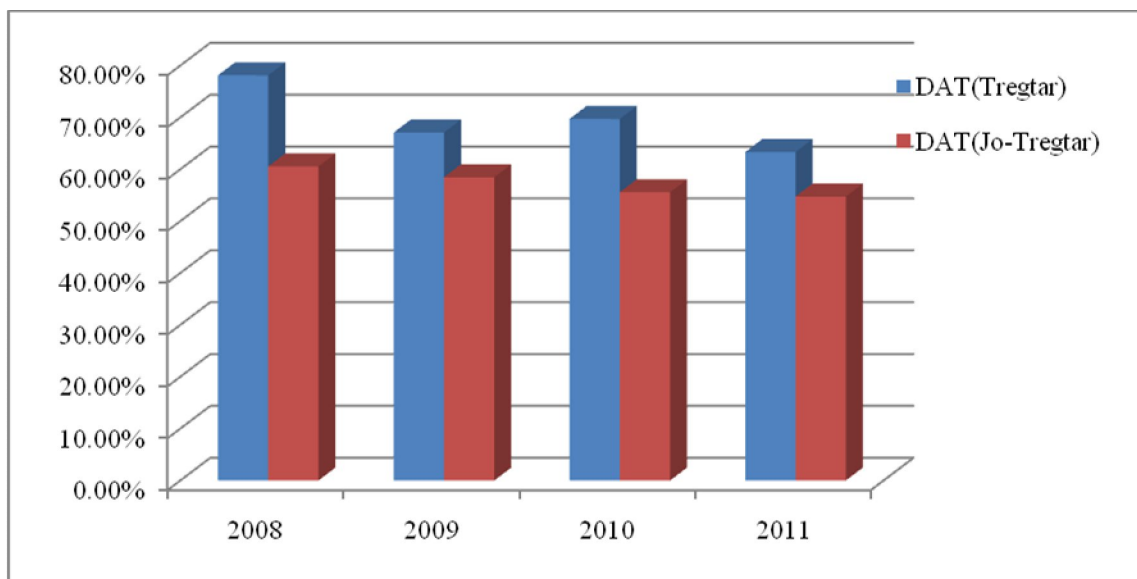


Figura 5. 4.Vlerat mesatare të raportit të totalit të borxhit për firmat tregtare dhe për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011

Figura 5.4 tregon vlerat mesatare të raportit të totalit të borxhit për firmat tregtare dhe jotregtare. Diferenca më e madhe në nivelin e raportit të totalit të borxhit midis dy grupeve të firmave paraqitet në vitin 2008. Në këtë vit firmat tregtare e kanë DAT-në afërsisht 17.56 përqind (78.12 përqind minus 60.56 përqind) më të lartë sesa firmat jotregtare. Ndërsa diferencat në nivelin e DAGJ-së midis firmave tregtare dhe jotregtare për vitet 2009, 2010 dhe 2011 janë përkatësisht 8.63 përqind, 14.14 përqind dhe 8.58 përqind.

Kështu, Tabelat 5.2, 5.3 dhe 5.4 tregojnë se gjatë periudhës së studimit firmat tregtare kanë përdorur më shumë borxh afatshkurtër dhe më shumë borxh afatgjatë sesa firmat e tjera.

Tabela 5.6. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit dhe kthimit nga aktivet për firmat tregtare dhe jotregtare gjatë periudhës 2008-2011

Firmat	ROA	DASH	DAGJ	DAT
Tregtare	6.24%	45.95%	23.62%	69.57%
Jotregtare	7.07%	37.49%	19.85%	57.34%
Ndryshimi	-0.83%	8.46%	3.77%	12.23%

Tabela 5.6 paraqet kthimin nga aktivet, raportin e borxhit afatshkurtër, raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit për firmat tregtare (100 vrojtime) dhe jotregtare (176 vrojtime) gjatë periudhës 2008-2011.

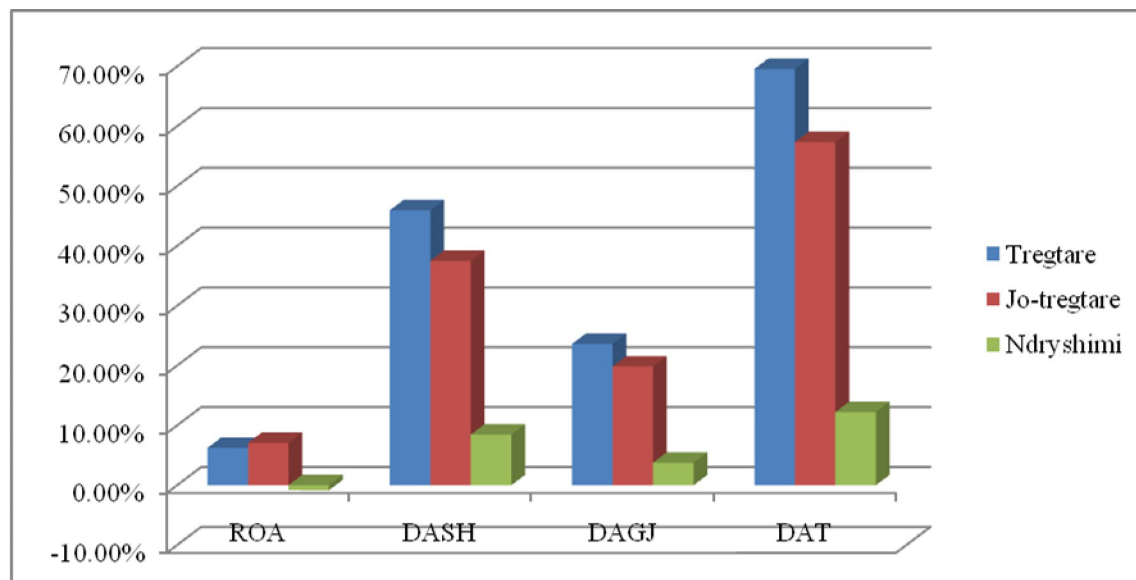


Figura 5.5. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit dhe kthimit nga aktivet për firmat tregtare dhe jotregtare gjatë periudhës 2008-2011

Figura 5.5 paraqet kthimin nga aktivet, raportin e borxhit afatshkurtër, raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit për firmat tregtare. Gjatë periudhës së studimit firmat jotregtare kanë patur një përfitueshmëri (të matur përmes ROA-së) më të lartë sesa firmat tregtare si dhe kanë një nivel të përdorimit të levës financiare. Raporti i totalit të

borxhit për firmat jotregtare është afërsisht 12.23 përqind më i ulët sesa i firmave tregtare.

5.2 Analiza e korrelacionit

Tabelat në vijim tregojnë koeficientët e korrelacionit midis variablave të pavarura dhe strukturës së kapitalit përkatësisht në lidhje me DASH-në, DAGJ-në dhe DAT-në për të tërë mostrën e përdorur (69 firma). Kjo analizë realizohet për të identifikuar nëse lidhja midis variablave është pozitive apo negative. Koeficienti linear i korrelacionit (r), mat fortësinë dhe drejtimin e marrëdhënies lineare midis variablave. Një ' r ' më e lartë se 0.8 tregon një lidhje të fortë midis variablave, ndërsa një ' r ' më e vogël se 0.5 tregon një lidhje të dobët midis tyre.

Tabela 5.7. Koeficientët e korrelacionit [DASH], duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për $n = 276$

DASH	ROA	ROE	TRUP	LIK	MADH	RISK
1.0000	-0.1829	0.1513	-0.2002	-0.3038	0.0178	0.0975
	1.0000	0.2702	-0.2336	-0.0632	-0.1318	0.1510
		1.0000	-0.0792	-0.0540	-0.0697	0.0890
			1.0000	0.1256	0.1153	0.0177
				1.0000	-0.0534	-0.2405
					1.0000	0.1294
						1.0000

Tabela 5.7 (vazhdim). Koeficientët e korrelacionit [DASH], duke përdorur vrojtimit 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për $n = 276$

FLEKS	PTSHA	GDP	INF	INT	
-0.0633	0.0356	0.0898	-0.0132	0.0178	DASH
0.2751	0.0314	0.0482	-0.0656	0.0853	ROA
0.1082	0.0077	0.1558	0.0176	0.0380	ROE
-0.0306	0.2795	0.0027	-0.0053	0.0058	TRUP
-0.1139	-0.0313	-0.0150	0.0313	-0.0370	LIK
-0.2261	0.0735	-0.0930	0.0360	-0.0690	MADH
0.0217	0.0864	0.0000	-0.0000	0.0000	RISK
1.0000	0.0842	0.0567	0.0274	-0.0110	FLEKS
	1.0000	-0.048	-0.0464	0.0276	PTSHA
		1.0000	0.2329	0.1073	GDP
			1.0000	-0.9390	INF
				1.0000	INT

Tabela 5.7 tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me DASH-në. Siç mund të vërehet DASH-ja është e lidhur negativisht me ROA-në (18.29 përqind), TRUP-in (20.02 përqind), LIK-in (30.38 përqind) si dhe ka një korrelacion të dobët negativ me FLEKS-in (6.33 përqind) dhe INF-në (1.32 përqind). Gjithashtu vërehet se DASH-ja është e lidhur pozitivisht me ROE-në (15.13 përqind) dhe ka një korrelacion të dobët

pozitiv me MADH-in (1.78 përqind), RISK-un (9.75 përqind), PTSHA-në (3.56 përqind) me GDP-në (8.98 përqind) dhe INT-në (1.78 përqind).

Tabela 5.8. Koeficientët e korrelacionit [DAGJ], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276

DAGJ	ROA	ROE	TRUP	LIK	MADH	RISK
1.0000	-0.2632	0.0081	0.3828	0.2568	0.2322	0.0800
	1.0000	0.2702	-0.2336	-0.0632	-0.1318	0.1510
		1.0000	-0.0792	-0.0540	-0.0697	0.0890
			1.0000	0.1256	0.1153	0.0177
				1.0000	-0.0534	-0.2405
					1.0000	0.1294
						1.0000

Tabela 5.8 (vazhdim). Koeficientët e korrelacionit [DAGJ], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerën kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276

FLEKS	PTSHA	GDP	INF	INT	
-0.2082	-0.0026	-0.0149	-0.0194	0.0254	DAGJ
0.2751	0.0314	0.0482	-0.0670	0.0853	ROA
0.1082	0.0077	0.1558	0.0176	0.0380	ROE
-0.0306	0.2795	0.0027	-0.0050	0.0058	TRUP
-0.1139	-0.0313	-0.0153	0.0313	-0.0370	LIK
-0.2261	0.0735	-0.0934	0.0360	-0.069	MADH
0.0217	0.0864	0.0000	-0.000	0.0000	RISK
1.0000	0.0842	0.0567	0.0274	-0.0110	FLEKS
	1.0000	-0.0482	-0.046	0.0276	PTSHA
		1.0000	0.2329	0.1073	GDP
			1.0000	-0.9390	INF
				1.0000	INT

Tabela 5.8 tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me DAGJ-në. Siç mund të vërehet DAGJ-ja është e lidhur negativisht me ROA-në (26.32 përqind), FLEKS-in (20.82 përqind) dhe ka një korrelacion të dobët negativ me PTSHA-në (0.26 përqind), GDP-në (1.49 përqind) dhe INF-në (1.94 përqind). Gjithashtu tregohet se DAGJ-ja është e lidhur pozitivisht me TRUP-in (38.28 përqind), LIK-un (25.68 përqind), MADH-in (23.22 përqind) si dhe ka një korrelacion të dobët pozitiv me ROE-në (0.81 përqind), RISK-un (8 përqind), dhe INT-në (2.54 përqind).

Tabela 5.9. Koeficientët korrelacionit [DAT], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276

DAT	ROA	ROE	TRUP	LIK	MADH	RISK
1.0000	-0.4682	0.1485	0.1970	-0.0438	0.2270	0.1858
	1.0000	0.2702	-0.2336	-0.0632	-0.1318	0.1510
		1.0000	-0.0792	-0.0540	-0.0697	0.0890
			1.0000	0.1256	0.1153	0.0177

				1.0000	-0.0534	-0.2405
					1.0000	0.1294
						1.0000

Tabela 5.9 (vazhdim). Koeficientët korrelacionit [DAT], duke përdorur vëzhgimet 01:01 - 69:4, 5% vlerë kritike (dy - bishta) = 0.1181 për n = 276

FLEKS	PTSHA	GDP	INF	INT	
-0.2858	-0.0397	0.1089	-0.0068	0.0454	DAT
0.2751	0.0314	0.0482	-0.0656	0.0853	ROA
0.1082	0.0077	0.1558	0.0176	0.0380	ROE
-0.0306	0.2795	0.0027	-0.0053	0.0058	TRUP
-0.1139	-0.0313	-0.015	0.0313	-0.0365	LIK
-0.2261	0.0735	-0.093	0.0360	-0.0686	MADH
0.0217	0.0864	0.0000	-0.0000	0.0000	RISK
1.0000	0.0842	0.0567	0.0274	-0.0110	FLEKS
	1.0000	-0.0480	-0.0464	0.0276	PTSHA
		1.0000	0.2329	0.1073	GDP
			1.0000	-0.9390	INF
				1.0000	INT

Tabela 5.9 tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me DAT-në. Siç mund të vërehet DAT-ja është e lidhur negativisht me ROA-në (46.82 përqind) dhe FLEKS-in (28.58 përqind) dhe ka një korrelacion të dobët negativ me LIK-in (4.38 përqind), PTSHA-në (3.97 përqind) dhe INF-në (0.68 përqind). Gjithashtu tregohet se DAT-ja ka një korrelacion pozitiv me ROE-në (14.85 përqind), TRUP-in (19.70 përqind), MADH-në (22.70 përqind) dhe GDP-në (10.89 përqind) si dhe ka një korrelacion të dobët pozitiv me INT-në (4.54 përqind).

Siç e shohim nga të tëra tabelat e koeficientëve të korrelacionit shohim se lidhja midis INF-në dhe INT-në është e fortë dhe negative (93.9 përqind). Nga studimet e mëparshme theksohet se koeficientët e korrelacionit midis variablave rreth ose më të larta se 80 përqind, mund të jenë të dëmshme, për ndërtimin e modelit të regresionit. Për të zgjidhur këtë problem një nga rrugët alternative është eliminimi i njërës prej variablave nga modeli.

5.3 Përshtatshmëria e modelit të regresionit

Hipoteza 1, 2 dhe 3 janë testuar duke zhvilluar analizën e regresionit mbi ndikimin e përcaktuesve të strukturës së kapitalit mbi levën financiare të korporatës. Kjo është realizuar duke përdorur të dhënat panel, të cilat konsiderohen si një kombinim i serive kohore dhe i të dhënave të kryqëzuara. Përdorimi i këtyre të dhënave na siguron më tepër informacion, më pak multikolinearitet midis variablave dhe më shumë efikasitet.

Metoda e regresionit WLS është përdorur, për të realizuar analizën e të dhënave panel. Në çështjen në vijim do të trajtohet më gjerësisht problemi i multikolinearitetit midis variablave.

5.3.1 Analiza e normalitetit, linearitetit, hetroskedasticitetit dhe e multikolinearitetit të variablave

Shpërndarja probabilitare normale e mbetjeve tregon nëse mbetjet e standardizuara mund të kenë ardhur nga një shpërndarje normale. Një shpërndarje probabilitare normale i mbetjeve të standardizuara na tregon nëse supozimi i normalitetit të gabimeve të rastit është i përshtatshëm për modelin tonë⁵⁶.

Figurat 7.7, 7.9 dhe 7.10 tek shtojcat paraqesin probabilitetet e mbetjeve të standardizuara, të cilat janë ndërtuar duke vënë në regresion variablat e pavarura ndaj raportit të totalit të borxhit (variabli i varur). Këto figura tregojnë se vijat e regresionit nuk janë shumë larg nga një vijë të drejtë, ndonëse vijat nuk përputhen plotësisht. Duket se supozimi i normalitet mund të përmbushet për të dhënat e marra në shqyrtim⁵⁷.

Për sa i përket problemit të heteroskedasticitetit, një mënyrë për korrigjimin e tij, është përdorimi i metodës WLS. Pra, ky problem në studimin tonë është eliminuar, duke përdorur metodën e sipërpërmendur. Një problem tjetër statistikor, që është trajtuar në këtë studim është multikolineariteti midis variablave të pavarura. Mund të ndodhë që variablat shpjeguese të përzgjedhura mund të jenë të korreluara me njëra-tjetrën. Nga Tabelat 5.7, 5.8 dhe 5.9, të cilat tregojnë koeficientët e korrelacionit midis variablave të përzgjedhura, vërejmë se koeficienti i korrelacionit midis INF-së dhe INT-së është 93.9 përqind, i cili tregon një problem të mundshëm multikolineariteti midis tyre. Për të adresuar këtë problem, ne mund të testojmë problemin e multikolinearitetit. Prania e multikolinearitetit e bën vlerësimin dhe testimin e hipotezave, e cila bazohet në përlogaritjen e koeficientëve individuale në regresion të pamundur (Gujarati, 2004).

Gjithashtu, sipas Gujarati (2004), multikolineariteti nuk mund të përbëjë një problem serioz kur R^2 është i lartë dhe koeficientët e përlogaritur janë individualisht statistikisht të rëndësishëm, siç dëshmohet nga statistika-t. Eliminimi i variablave që shfaqin kolinearitet të lartë, kryhet vetëm nëse R^2 i regresionit është shumë i ulët.

Siç rekomandohet nga Gujarati (2004), faktori i variancës së inflacionit (VIF) apo metoda e VIF-së përdoret për të testuar ekzistencën e multikolinearitetit midis përcaktuesve të strukturës së kapitalit. VIF-ja mat sesa varianca e koeficientëve të regresionit të vlerësuar është e influencuar, duke e krahasuar me situatën kur përcaktuesit nuk janë të lidhura në mënyrë lineare. Pra, ky tregues shpreh shkallën, në të cilën çdo variabël i pavarur shpjegohet nga variablat e tjerë të pavarur dhe matet me formulën e mëposhtme:

$$VIF = \frac{1}{1 - R_i^2}$$

ku, R_i^2 tregon koeficientin e përcaktueshmërisë ndërsa treguesi $(1/VIF)$ mat tolerancat, të cilat paraqiten në tabelën e mëposhtme. Si rregull, një VIF më i madh se 10-të tregon praninë e një kolineariteti të dëmshëm midis variablave (Gujarati, 2004).

⁵⁶ Tek Shtojca 7.6, Shtojca 7.8 dhe Shtojca 7.10 paraqiten histogramat e rezidualëve dhe shpërndarjet normale e modelit linear.

⁵⁷ Tek Shtojca 7.7, Shtojca 7.9 dhe Shtojca 7.11 paraqiten figurat e probabiliteteve të mbetjeve të standartizuara (skema e përputhjes së vlerave).

Tabela 5.10. Rezultatet e VIF-së të variablave të përzgjedhura

Variabli	VIF (1)	1/VIF (1)
ROA	1.263	0.7918
ROE	1.11	0.9009
TRUP	1.195	0.8368
LIK	1.104	0.9058
MADH	1.114	0.8977
RISK	1.117	0.8953
FLEKS	1.162	0.8606
PTSHA	1.121	0.8921
GDP	21.369	0.0468
INF	178.644	0.0056
INT	170.961	0.0058

Tabela 5.10 tregon faktorin e variancës së inflacionit (VIF-në) e të gjitha variablave shpjegues të këtij studimi. Siç mund të shohim nga rezultatet VIF (1) i GDP-së është i barabartë me 21.369, i INF-së është i barabartë me 178.644 dhe i INT-së është i barabartë me 170.961. Pra, kjo tregon praninë e një multikolineariteti të dëmshëm midis këtyre tri variablave, të cilat nuk duhet të përdoren së bashku në të njëjtin model. Por, siç do ta shohim në tabelën e mëposhtme, eliminimi i njërit prej këtyre variablave bën që VIF-ja të jetë më e vogël se 10, duke bërë që problemi i multikolinearitetit të zgjidhet.

Tabela 5.11. Rezultatet e VIF-së së variablave të përzgjedhura duke eliminuar INF-në ose INT-në

Variabli	VIF (2)	1/VIF (2)	Variabli	VIF (3)	1/VIF (3)
ROA	1.262	0.7924	ROA	1.262	0.7924
ROE	1.11	0.9009	ROE	1.11	0.9009
TRUP	1.195	0.8368	TRUP	1.195	0.8368
LIK	1.104	0.9058	LIK	1.104	0.9058
MADH	1.114	0.8977	MADH	1.114	0.8978
RISK	1.117	0.8953	RISK	1.117	0.8953
FLEKS	1.16	0.8621	FLEKS	1.161	0.8613
PTSHA	1.12	0.8929	PTSHA	1.12	0.8929
GDP	1.098	0.9107	GDP	1.042	0.9597
INF	1.074	0.9311	INF	-	-
INT	-	-	INT	1.028	0.9728

Tabela 5.11 paraqet sërish rezultatet e VIF-së dhe të tolerancës së përcaktuesve të strukturës së kapitalit, por duke eliminuar njërin nga variablat makroekonomikë (INF-në ose INT-në). Rezultatet e VIF (2) dhe VIF (3) tregojnë se VIF-ja për të gjithë variablat është më e vogël se 10 dhe problemi i multikolinearitetit është zgjidhur duke eliminuar njërin nga variablat (INF-në ose INT-në) nga modeli. Pra, ne do të përdorim INF-në dhe INT-në në model, por jo dy variablat së bashku.

Sipas analizës së normalitetit, linearitetit, hetroskedasticitetit dhe e multikolinearitetit të variablave mund të themi se modeli i përzgjedhur i kalon të tëra testet. Modeli është i përshtatshëm për të realizuar një studim të mëtejshëm për të identifikuar madhësitë e koeficientëve të variablave.

5.4 Rezultatet e regresionit

Për të testuar hipotezat e ngritura, duhet të kemi parasysh që t-vlerat e përftuara nga analiza e regresionit duhet të jenë më të larta se 1.645 (për nivel besimi 90 përqind ose nivel rëndësie 10 përqind), 1.96 (për nivel besimi 95 përqind ose nivel rëndësie 5 përqind) dhe 2.58 (për nivel besimi 99 përqind ose nivel rëndësie 1 përqind). Nëse plotësohet njëri nga këto kushte, atëherë ne themi se variabli i pavarur i marrë në studim ndikon në mënyrë të rëndësishme, sipas nivelit përkatës të rëndësisë, mbi variablin e varur.

P-vlerat me dy anë testojnë rëndësinë statistikore të çdo variabli të pavarur të përzgjedhur. Kështu nëse p-vlera është më e vogël se 0.01, 0.05 ose 0.1, atëherë themi se koeficienti është i rëndësishëm përkatësisht në nivelin 1 përqind, 5 përqind ose 10 përqind. Në tabelat e rezultateve të regresionit niveli i rëndësisë do të shënohet me ‘***’, ‘**’ dhe ‘*’ sipas renditjes së mësipërme.

F-statistika tregon nëse tërë variablat e marra sëbashku janë statistikisht të rëndësishme (ose modeli në tërësi) ndryshe nga t-vlera, e cila teston rëndësinë statistikore në mënyrë të veçantë të çdo variabli të pavarur. Nëse P-vlera (F) është më e vogël se 0.005, mund të themi se në tërësi modeli është statistikisht i rëndësishëm, dmth. variablat e pavarur ndikojnë tek variabli i varur.

Duke përdorur analizën e të dhënave panel⁵⁸ (Gujarati, 2004) si dhe paketën statistikore Gret (2012), arrijmë në rezultatet e mëposhtme:

Tabela 5.12. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	DASH	DAGJ	DAT
Kostantja	0.4378(**)	-0.3307(**)	0.2344(*)
ROA	-1.0542(***)	-0.3052(**)	-1.5940(***)
ROE	0.2083(***)	0.0521(*)	0.2911(***)
TRUP	-0.3381(***)	0.4343(***)	0.1380(***)
LIK	-0.0011(***)	0.0011(***)	-0.0002(*)
MADH	0.0064	0.0256(***)	0.0261(***)
RISK	0.0020	0.0033(*)	0.0084(***)
FLEKS	-0.0791	-0.0996(**)	-0.1854(***)
PTSHA	0.4363	-1.2972(***)	-0.4360
R-katror	0.3495	0.4393	0.6150
R-katror i korrektuar	0.3300	0.4225	0.6035
F (8, 267)	17.9285	26.15247	53.3210
P-vlera (F)	2.18e-21	1.02e-29	4.41e-51

⁵⁸ Të dhënat e serive kohore ndërsektoriale.

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.12 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të faktorëve specifikë të firmave (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) mbi levën financiare. Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër janë ROA, ROE, TRUP dhe LIK. Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë të tërë faktorët specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA). Gjithashtu, variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit janë të tërë faktorët e shqyrtuar përveç PTSHA-së, koeficienti i së cilës është negativ, por statistikisht i parëndësishëm në përcaktimin e DAT-së.

5.4.1 Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër

Hipoteza 1 dhe Hipoteza 2 janë testuar, duke zhvilluar regresionin mbi ndikimin e variablave të pavarura të përzgjedhura (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS, PTSHA, GDP, INF dhe INT) mbi strukturën e kapitalit, e matur përmes raportit të borxhit afatshkurtër (DASH). Metoda e regresionit WLS është përdorur, për të realizuar analizën e të dhënave panel.

Tabela 5.13. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH) duke përdorur GDP-në dhe INF-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.4267	0.2022	2.1106	0.03574	**
ROA	-1.0762	0.1675	-6.4265	<0.00001	***
ROE	0.2004	0.0494	4.0609	0.00006	***
TRUP	-0.3451	0.0569	-6.0627	<0.00001	***
LIK	-0.0011	0.0002	-5.5289	<0.00001	***
MADH	0.0066	0.0104	0.6367	0.52489	
RISKU	0.0020	0.0019	1.0841	0.27930	
FLEKS	-0.0794	0.0517	-1.5368	0.12554	
PTSHA	0.4738	0.4455	1.0637	0.28845	
GDP	1.1159	0.7486	1.4907	0.13724	
INF	-1.1321	2.6133	-0.4332	0.66522	
R-katror	0.3462		R-katror i korriguar	0.3216	
F (10, 265)	14.0347		P-vlera (F)	7.35e-20	

Shënim: ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.13 tregon rezultatet e regresionit mbi variablat, të cilët përcaktojnë nivelin e raportit të borxhit afatshkurtër të firmave gjatë periudhës 2008-2011. Koeficienti i përcaktueshmërisë (R-katror) tregon se rreth 34.62 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatshkurtër ndikohet nga faktorët specifikë të firmës dhe nga dy faktorët makroekonomikë (GDP dhe INF). Diferenca prej rreth 67.84 përqind (100 përqind minus 32.16 përqind) i atribuohet faktorëve të tjerë, të cilët nuk janë marrë në konsideratë në këtë studim. Gjithashtu F-statistika, e cila është afërsisht e barabartë me

14.03 dhe me P-vlera (F) më të vogël se 0.005, tregon se modeli i zgjedhur është i përshtatshëm.

Duke i'u referuar t-vlerave, shohim se vetëm koeficientët e variablave ROA, ROE, TRUP dhe LIK, janë statistikisht të rëndësishëm (me 1 përqind nivel rëndësie), në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër, ndërsa koeficientët e faktorëve të tjerë (MADH, RISK, FLEKS, PTSHA, GDP dhe INF) nuk janë statistikisht të rëndësishëm.

Kështu koeficientët e faktorëve ROA, TANG dhe LIK të cilët janë përkatësish -1.0762, -0.3451 dhe -0.0011 tregojnë se midis këtyre variablave (kthimit nga aktivet, trupëzimit dhe likuiditetit) dhe borxhit afatshkurtër ekziston një lidhje e rëndësishme negative. Sidomos ndikimi i ROA-së dhe i TRUP-it mbi raportin e borxhit afatshkurtër është tepër i fortë i tillë që 1 përqind ulje e ROA-së dhe TRUP-it, duke i mbajtur variablat e tjerë të pandryshuar, do të çojë në rritjen e tendencës së firmave për të marrë borxh afatshkurtër përkatësisht me afërsisht 1.076 herë dhe 34.51 përqind.

Koeficienti pozitiv i ROE-së tregon se për 1 përqind rritje të kthimit nga kapitali, raporti i borxhit afatshkurtër do të rritet me afërsisht 20.04 përqind.

Ndërsa koeficientët e variablave MADH, RISK, FLEKS, PTSHA, GDP dhe INF janë respektivisht 0.0068, 0.0021, -0.0789, 0.3756, 1.1105 dhe -1.1401, por ato nuk janë statistikisht të rëndësishëm, në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër.

Tabela 5.14. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH) duke përdorur GDP-në dhe INT-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.2516	0.3722	0.6761	0.49959	
ROA	-1.0751	0.1672	-6.4319	<0.00001	***
ROE	0.2007	0.0492	4.0754	0.00006	***
TRUP	-0.3418	0.0569	-6.0033	<0.00001	***
LIK	-0.0011	0.0002	-5.5699	<0.00001	***
MADH	0.0067	0.0104	0.6408	0.52221	
RISKU	0.0021	0.0019	1.0908	0.27637	
FLEKS	-0.0787	0.0517	-1.5238	0.12875	
PTSHA	0.3759	0.4501	0.8351	0.40439	
GDP	1.0003	0.7276	1.3747	0.17038	
INT	1.2334	2.6449	0.4663	0.64136	
R-katror	0.3472		R-katror i korrektuar		0.3226
F (10, 265)	14.0938		P-vlera (F)		6.13e-20

Shënim: *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.14 paraqet rezultatet e regresionit mbi variablat, të cilët përcaktojnë nivelin e raportit të borxhit afatshkurtër të firmave, duke përdorur GDP-në dhe INT-në si tregues makroekonomikë. Siç e shohim koeficientet e variablave specifike të firmës nuk ndryshojnë shumë, krahasuar me rastin e parë. Vënë re se koeficientët e GDP-së dhe INT-së janë pozitive dhe përkatësisht 1.0003 dhe 1.2334, por statistikisht të parëndësishëm për të përcaktuar raportin e borxhit afatgjatë të firmave.

5.4.2 Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë

Hipoteza 1 dhe Hipoteza 2 janë testuar duke zhvilluar regresionin mbi ndikimin e variablave të pavarura të përzgjedhura mbi strukturën e kapitalit, e matur përmes raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ).

Tabela 5.15. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ) duke përdorur GDP-në dhe INF-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	-0.2428	0.1735	-1.3994	0.16288	
ROA	-0.3366	0.1201	-2.8023	0.00545	***
ROE	0.0778	0.0308	2.5283	0.01204	**
TRUP	0.4315	0.0541	7.9716	<0.00001	***
LIK	0.0011	0.0002	5.6089	<0.00001	***
MADH	0.0253	0.0090	2.8253	0.00508	***
RISKU	0.0031	0.0018	1.7113	0.08820	*
FLEKS	-0.0913	0.0413	-2.2097	0.02798	**
PTSHA	-1.3635	0.3400	-4.0149	0.00008	***
GDP	-0.6979	0.6223	-1.1215	0.26308	
INF	-1.7034	2.1553	-0.7903	0.43006	
R-katror	0.4336		R-katror i korrektuar	0.4122	
F (10, 265)	20.2860		P-vlera (F)	9.91e-28	

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.15 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit afatgjatë të firmave. Vlera e R-katrorit prej 0.4336 tregon se afërsisht 43.36 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë shpjegohet nga faktorët specifikët të firmave si dhe nga dy faktorët makroekonomikë të marra në konsideratë (GDP dhe INF). F-statistike e cila rezulton e barabartë me 20.2890 dhe me P-vlera (F) më të vogël se 0.005, tregon se modeli i zgjedhur është i përshtatshëm. Gjithashtu vëmë re se vlerat e të tërë faktorëve përveç e GDP-së dhe INF-së, janë statistikisht të rëndësishëm. Kështu vlerat e koeficientëve të barabarta me 0.0778, 0.4315, 0.0011, 0.0253, dhe 0.0031 tregojnë se variablat ROE, TRUP, LIK, MADH dhe RISK janë të lidhura pozitivisht me raportin e borxhit afatgjatë. Sidomos vlen për t'u përmendur ndikimi i variablit TRUP mbi DAGJ-në pasi 1 përqind rritje e TRUP-it, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të sillte afërsisht 43.15 përqind rritje të raportit të borxhit afatgjatë. ROA-ja, FLEKS-i, PTSHA-ja, GDP-ja, dhe INF-ja shfaqen si faktorë negativë të raportit të borxhit afatgjatë pasi 1 përqind ulje e tyre, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte përkatësisht në 33.66 përqind, 9.13 përqind, 1.3635 herë, 69.79 përqind dhe 1.7034 herë rritje të DAGJ-së.

Tabela 5.16. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ) duke përdorur GDP-në dhe INT-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	-0.4784	0.3090	-1.5482	0.12276	
ROA	-0.3306	0.1218	-2.7134	0.00710	***
ROE	0.07153	0.0316	2.2625	0.02447	**
TRUP	0.4283	0.0542	7.9038	<0.00001	***
LIK	0.0011	0.0002	5.6018	<0.00001	***
MADH	0.0254	0.0090	2.8155	0.00524	***
RISKU	0.0031	0.0018	1.6911	0.09200	*
FLEKS	-0.0924	0.0416	-2.2216	0.02716	**
PTSHA	-1.3205	0.3402	-3.8813	0.00013	***
GDP	-0.8481	0.6109	-1.3883	0.16621	
INT	1.6120	2.1969	0.7338	0.46372	
R-katror	0.4299		R-katror i korrigjuar	0.4084	
F (10, 265)	19.9811		P-vlera (F)	2.28e-27	

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.16 paraqet rezultatet e regresionit mbi variablat, të cilët përcaktojnë nivelin e raportit të borxhit afatshkurtët të firmave, duke përdorur GDP-në dhe INT-në si faktorë makroekonomikë. Vëmë re se koeficienti i INT-së është pozitiv dhe përkatësisht 1.6120, por duke i'u referuar t-vlerës ai rezulton statistikisht i parëndësishëm, për të përcaktuar raportin e borxhit afatgjatë të firmave.

5.4.3 Rezultatet e regresionit të raportit të totalit të borxhit

Tabela 5.17. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit total (DAT) duke përdorur GDP-në dhe INF-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.2157	0.1313	1.6431	0.10155	
ROA	-1.5809	0.1126	-14.0398	<0.00001	***
ROE	0.2605	0.0294	8.8475	<0.00001	***
TRUP	0.1237	0.0346	3.5773	0.00041	***
LIK	-0.0001	0.0001	-1.5120	0.13173	
MADH	0.0292	0.0067	4.3776	0.00002	***
RISKU	0.0088	0.0009	9.3721	<0.00001	***
FLEKS	-0.1844	0.0372	-4.9585	<0.00001	***
PTSHA	-0.4584	0.2993	-1.5318	0.12677	
GDP	2.31098	0.4881	4.7345	<0.00001	***
INF	-3.9456	1.6742	-2.3567	0.01916	**
R-katror	0.6434		R-katror i korrigjuar	0.6300	
F (10, 265)	47.8173		P-vlera (F)	1.10e-53	

Shënim: ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.17 paraqet rezultatet e përcaktuesve të raportit të borxhit afatgjatë të firmave gjatë periudhës 2008-2011, duke marrë si faktorë makroekonomikë GDP-në dhe INF-në. Vlera e R-katrorit tregon se rreth 64.34 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë varet nga variablat e përcaktuara. F-statistika e cila është e afërsisht e barabartë me 47.82 dhe P-vlera (F) më të vogël se 0.005, tregon se modeli i zgjedhur është i përshtatshëm. Gjithashtu duke parë t-vlerat, mund të themi se të tërë faktorët e përzgjedhur përveç LIK-ut dhe PTSHA-së, janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë. Kështu koeficientët e variablave ROA, ROE, TRUP, MADH, RISK, FLEKS dhe GDP janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqind nivel rëndësie, ndërsa koeficienti i INF-së është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqind nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kënë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit afatgjatë janë ROE, TRUP, MADH, RISK dhe GDP, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht 0.2605, 0.1237, 0.0292, 0.0088 dhe 2.311. Faktorët e tjerë (ROA, LIK, FLEKS, PTSHA dhe INF) ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit afatgjatë. Nga rezultatet e tabelës vërejmë se lidhja midis ROA-së dhe DAGJ-së është negative dhe e fortë. Kështu një ulje e ROA-së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me 1.5809 herë ose 158.09 përqind.

Tabela 5.18. Rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë (DAT) duke përdorur GDP-në dhe INT-në

Variabli	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	-0.3711	0.2365	-1.5694	0.11776	
ROA	-1.5836	0.1127	-14.0530	<0.00001	***
ROE	0.2608	0.0294	8.8598	<0.00001	***
TRUP	0.1234	0.0345	3.5763	0.00041	***
LIK	-0.0001	0.0001	-1.5212	0.12940	
MADH	0.0292	0.0067	4.3813	0.00002	***
RISK	0.0088	0.0009	9.3991	<0.00001	***
FLEKS	-0.1835	0.0371	-4.9411	<0.00001	***
PTSHA	-0.4579	0.2984	-1.5343	0.12616	
GDP	1.9458	0.4748	4.0982	0.00006	***
INT	4.0887	1.6923	2.4160	0.01637	**
R-katror	0.6442		R-katror i korrigjuar	0.6308	
F (10, 265)	47.9858		P-vlera (F)	8.22e-54	

Shënim: ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.18 paraqet rezultatet e përcaktuesve të raportit të borxhit afatgjatë të firmave gjatë periudhës 2008-2011, duke marrë si faktorë makroekonomikë GDP-në dhe INT-në. Vënë re se koeficienti i INT-së është pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë. Kështu një rritje më 1 përqind e normave të interesit, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me afërsisht 4.0887 herë.

Tabela 5.19. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3	Modeli 4	Modeli 5	Modeli 6
E pavarura	DASH	DASH	DAGJ	DAGJ	DAT	DAT
Kostantja	0.4267 (**)	0.2516	-0.2428	-0.4784	0.2157	-0.3711
ROA	-1.0762 (***)	-1.0751 (***)	-0.3366 (***)	-0.3306 (***)	-1.5809 (***)	-1.5836 (***)
ROE	0.2004 (***)	0.2007 (***)	0.0778 (**)	0.0715 (**)	0.2605 (***)	0.2608 (***)
TRUP	-0.3451 (***)	-0.3418 (***)	0.4315 (***)	0.4283 (***)	0.1237 (***)	0.1234 (***)
LIK	-0.0011 (***)	-0.0011 (***)	0.0011 (***)	0.0011 (***)	-0.0001	-0.0001
MADH	0.0066	0.0067	0.0253 (***)	0.0254 (***)	0.0292 (***)	0.0292 (***)
RISK	0.0020	0.0021	0.0031 (*)	0.0031 (*)	0.0088 (***)	0.0088 (***)
FLEKS	-0.0794	-0.0787	-0.0913 (**)	-0.0924 (**)	-0.1844 (***)	-0.1835 (***)
PTSHA	0.4738	0.3759	-1.3635 (***)	-1.3205 (***)	-0.4584	-0.4579
GDP	1.1159	1.0003	-0.6979	-0.8481	2.3110 (***)	1.9458 (***)
INF	-1.1321	-	-1.7034	-	-3.9456 (**)	-
INT	-	1.2334	-	1.6120	-	4.0887 (**)
R-katror i korrigjuar	0.3216	0.3226	0.4122	0.4084	0.6300	0.6308

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.19 paraqet një përmbledhje të rezultateve të regresioneve. Siç e shohim dhe nga kolona 6 dhe 7 e tabelës të tërë faktorët e përzgjedhur janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e DAT-së përveç likuiditetit (LIK) dhe përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh (PTSHA).

5.4.4 Rezultatet e regresionit duke përfshirë variablin dummy

Për të testuar nëse ka dallime në zgjedhjen e strukturës së kapitalit midis dy grupeve të firmave dhe nëse këto dallime janë statistikisht të rëndësishme, ky studim do të përfshijë një variabël “dummy”, i cili do të marrë vlerën 1, nëse firma i përket sektorit tregtar dhe vlerën 0, nëse ajo i përket sektorëve të tjerë. Një variabël “dummy” është një variabël

artificial i krijuar, për të përfaqësuar një atribut me dy ose më shumë kategori të dallueshme (e barabartë me një, nëse firma i përket sektorit tregtar dhe e barabartë me zero, nëse jo). Pra, në këtë studim është përdorur një ndryshore “dummy”, për të testuar nëse zgjedhja e strukturës së kapitalit të firmave tregtare ndryshon nga firmat e tjera të mostrës . Pra, koeficienti dhe rëndësia e këtij variabli do të tregojë nëse firmat e sektorin tregtar sillen në mënyrë të konsiderueshme ndryshe nga pjesa tjetër e firmave.

D (dummy) = 1; nëse firma i përket sektorit tregtar.

D (dummy) = 0; nëse firma i përket sektorëve të tjerë.

Tabela 5.20. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT)

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3	Modeli 4	Modeli 5	Modeli 6
E pavarura	DASH	DASH	DAGJ	DAGJ	DAT	DAT
Kostantja	0.4487 (**)	0.3196	-0.2413	-0.4309	0.2412 (*)	-0.2994
ROA	-1.0554 (***)	-1.0559 (***)	-0.3009 (**)	-0.3012 (**)	-1.6242 (***)	-1.6273 (***)
ROE	0.1836 (***)	0.1836 (***)	0.0695 (**)	0.0691 (**)	0.2400 (***)	0.2403 (***)
TRUP	-0.3283 (***)	-0.3284 (***)	0.4475 (***)	0.4473 (***)	0.1526 (***)	0.1520 (***)
LIK	-0.0012 (***)	-0.0012 (***)	0.0010 (***)	0.0010 (***)	-0.0003 (***)	-0.0003 (***)
MADH	0.0036	0.0036	0.0237 (***)	0.0236 (***)	0.0256 (***)	0.0254 (***)
RISK	0.0015	0.0015	0.0028	0.0028	0.0082 (***)	0.0082 (***)
FLEKS	-0.0780	-0.0779	-0.0868 (**)	-0.0869 (**)	-0.1693 (***)	-0.1684 (***)
PTSHA	0.6381	0.6380	-1.3096 (***)	-1.3089 (***)	-0.2831	-0.2808
GDP	1.1195	1.0390	-0.7306	-0.8532	2.1943 (***)	1.8569 (***)
INF	-0.8428	-	-1.3909	-	-3.6250 (**)	-
INT	-	0.9075	-	1.2998	-	3.7909 (**)
Dummy (D)	0.0479	0.0478	0.0330	0.0328	0.0762 (***)	0.0760 (***)
R-katror	0.3579	0.3580	0.4366	0.4363	0.6728	0.6735
R-katror i korrektuar	0.3311	0.3312	0.4132	0.4129	0.6592	0.6599
F (10, 265)	13.3764	13.3803	18.6019	18.5792	49.3477	49.5024

P-vlera (F)	3.07e-20	3.03e-20	2.33e-27	2.49e-27	1.13e-57	8.60e-58

Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.20 paraqet rezultatet nga analizat e regresionit përkatësisht për raportin e borxhit afatshkurtër, raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit, duke përdorur variablin “dummy”, i cili identifikon sektorin e tregtisë. Siç mund ta vëmë re, koeficienti i variablilit “dummy” nuk është statistikisht i rëndësishëm në modelet 1, 2, 3 dhe 4, ku si variabël i pavarur përdoret raporti i borxhit afatshkurtër dhe raporti i borxhit afatgjatë, pasi p-vlera e tij janë më të mëdha se 0.1. Vlera e konstantes prej 0.4487 (Modeli 1) tregon se DASH-ja e të tërë firmave ka një vlerë fillestare prej 44.87 përqind pavarësisht sektorit të cilit i përket, ndërsa koeficienti i variablilit “dummy”, i cili rezulton afërsisht i barabartë me 0.0479, tregon se, nëse faktorët e tjetër mbeten të pandryshuar, firmat tregtare e kanë raportin e borxhit afatshkurtër afërsisht 4.79 përqind më të lartë sesa firmat e sektorëve të tjerë. Vihet re se koeficientët e përlogaritur tek Modeli 2 nuk ndryshojnë shumë nga ato të Modelit 1.

Tek Modeli 3 vlera e koeficientit të variablilit “dummy”, e barabartë me 0.0330, tregon se, nëse faktorët e tjerë mbeten të pandryshuar, firmat tregtare e kanë raportin e borxhit afatgjatë rreth 3.3 përqind më të lartë sesa firmat e sektorëve të tjerë. Por ky koeficient nuk është statistikisht i rëndësishëm.

Variabli “dummy” është statistikisht i rëndësishëm në Modelin 5 dhe në Modelin 6, pasi p-vlerat e tij janë më të ulëta sesa 1 përqindëshi i nivelit të rëndësisë. Kjo tregon se zgjedhja e raportit të totalit të borxhit midis firmave të sektorit tregtar dhe jotregtar është statistikisht e ndryshme për të dy grupet e firmave. Koeficientët përpara variablilit “dummy” (Modeli 5 dhe Modeli 6) janë afërsisht 0.0762 dhe 0.0760 dhe tregojnë se, nëse faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, firmat tregtare e kanë raportin e totalit të borxhit përkatësisht 7.62 përqind dhe 7.6 përqind më të lartë sesa firmat e sektorëve të tjerë. Më poshtë paraqitet Modeli 5 dhe Modeli 6 i Tabelës 5.20:

Modeli 5:

$$Y_{dat} = 0.2412 - 1.6242 * ROA + 0.2400 * ROE + 0.1526 * TRUP - 0.0003 * LIK \\ + 0.0256 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1693 * FLEKS - 0.2831 \\ * PTSHA + 2.1943 * GDP - 3.6250 * INF + 0.0762 * D3 + \varepsilon_3$$

I cili është ekuivalent me dy ekuacionet e mëposhtme:

Firmat tregtare:

$$Y_{dat} = (0.2412 + 0.0762) - 1.6242 * ROA + 0.2400 * ROE + 0.1526 * TRUP \\ - 0.0003 * LIK + 0.0256 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1693 * FLEKS \\ - 0.2831 * PTSHA + 2.1943 * GDP - 3.6250 * INF + \varepsilon_3$$

Firmat jotregtare:

$$Y_{dat} = 0.2412 - 1.6242 * ROA + 0.2400 * ROE + 0.1526 * TRUP - 0.0003 * LIK \\ + 0.0256 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1693 * FLEKS - 0.2831 \\ * PTSHA + 2.1943 * GDP - 3.6250 * INF + \varepsilon_3$$

Modeli 6:

$$Y_{dat} = -0.2994 - 1.6273 * ROA + 0.2403 * ROE + 0.1520 * TRUP - 0.0003 * LIK \\ + 0.0254 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1684 * FLEKS - 0.2808 \\ * PTSHA + 1.8569 * GDP + 3.7909 * INT + 0.0760 * D3 + \varepsilon_3$$

I cili është ekuivalent me dy ekuacionet e mëposhtme:

Firmat tregtare:

$$Y_{dat} = (-0.2994 + 0.0760) - 1.6273 * ROA + 0.2403 * ROE + 0.1520 * TRUP \\ - 0.0003 * LIK + 0.0254 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1684 * FLEK \\ - 0.2808 * PTSHA + 1.8569 * GDP + 3.7909 * INT + \varepsilon_3$$

Firmat jotregtare:

$$Y_{dat} = -0.2994 - 1.6273 * ROA + 0.2403 * ROE + 0.1520 * TRUP - 0.0003 * LIK \\ + 0.0254 * MADH + 0.0082 * RISK - 0.1684 * FLEKS - 0.2808 \\ * PTSHA + 1.8569 * GDP + 3.7909 * INT + \varepsilon_3$$

5.4.5 Rezultatet e regresionit nga grupimi i firmave në të mëdha, të mesme dhe të vogla

Për të testuar nëse faktorët që ndikojnë në përcaktimin e strukturës së kapitalit varen nga madhësia e aktivitetit të firmave, në këtë studim është bërë një riklasifikim i firmave në tre grupe: të mëdha, të mesme dhe të vogla. Për të bërë këtë klasifikim jemi bazuar në Ligjin Nr.10091, datë 05.03.2009 mbi “Auditimin ligjor, organizimin e profesionit të ekspertit kontabël të regjistruar dhe të kontabilistit të miratuar”⁵⁹. Kështu në grupin e parë janë përfshirë të tëra ato firma, të cilat për të katërta vitet e studimit plotësojnë dy kushte: totali i aktiveve të bilancit, në mbyllje të periudhës kontabël arrin ose tejkalon shumë prej 40 milion lekësh dhe shuma e të ardhurave nga veprimtaria ekonomike (qarkullimi) në atë periudhë kontabël arrin ose tejkalon shumë prej 30 milion Lek. Në grupin e dytë janë përfshirë firmat, të cilat shumë e të ardhurave nga veprimtaria ekonomike (qarkullimi) për çdo vit të studimit e kanë më të madhe se 8 milion lekë por më të vogël se 40 milion Lek ose të cilat nuk plotësojnë kushtin e parë mbi totalin e aktiveve të cilësuar më lart. Në grupin e tretë janë përfshirë të tëra firmat, të cilat e kanë xhiron vjetore më të vogël se 8 milion Lek⁶⁰.

Tabela 5.21. Grupimi i firmave në të mëdha, të mesme dhe të vogla

Grupi	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vrojtimeve
I madh	21	4	84
I mesëm	36	4	144

⁵⁹ Referuar Kreut 4, Nenit 41 mbi personat juridikë që detyrohen për auditimin ligjor të pasqyrave financiare, pika c (i) dhe c (ii).

⁶⁰ Në grupin e tretë janë firmat të cilat nuk e plotësojnë të dy kushtet e ligjit si dhe kanë xhiro më të ulët se 8 milionë Lek në të katërta vitet e studimit.

I vogël	12	4	48
Totali	69	4	276

Tabela 5.21 paraqet rigrupimin e firmave në të mëdha (21 firma), të mesme (36 firma) dhe të vogla (12 fima). Shohim që pjesa më e madhe i përkasin grupit të dytë duke vijuar me ato të grupit të tretë dhe të parë.

Tabela 5.22. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-21:4, për grupin e firmave të mëdha (Grupi I)

Variabli	Mesatarja	Moda	Minimumi	Maksimumi	Devijimi standart	Koeficienti i variacionit
DASH	0.4154	0.4767	0.0026	0.9724	0.2580	0.6210
DAGJ	0.2432	0.0973	0.0000	1.3279	0.3216	1.3221
DAT	0.6587	0.6678	0.0317	1.3588	0.2462	0.3737
ROA	0.0735	0.0591	-0.0751	0.2994	0.0701	0.9537
ROE	0.2396	0.2138	-0.2996	1.0213	0.2173	0.9068
TRUP	0.2580	0.1975	0.0000	0.8944	0.2459	0.9533
LIK	6.7046	1.5666	0.6020	73.2199	14.3569	2.1414
LIK_2	5.3888	1.0139	0.1811	59.4364	12.3365	2.2893
MADH	19.0444	18.7848	17.4551	20.9756	0.9164	0.0481
RISK	0.3570	0.3600	-0.9401	1.3744	0.4468	1.2516
FLEKS	0.1645	0.0373	0.0000004	0.9239	0.2456	1.4927
PTSHA	0.0270	0.0133	0.0000	0.3663	0.0450	1.6676

Shënim: DASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve; DAGJ = Borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve; DAT = Borxhi total ndaj totalit të aktiveve; ROA = Kthimi nga aktivet; ROE = Kthimi nga kapitali; TRUP = Aktivët fikse ndaj totalit të aktiveve; LIK = Aktivët korente ndaj detyrimeve korente; LIK_2 = Aktivët korente minus inventarë ndaj detyrimeve korente; MADH = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve; RISK = Devijimi standard i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it; FLEKS = Mjetet monetare ndaj aktiveve korente; PTSHA = Shpenzimet e amortizimit ndaj totalit të aktiveve.

Tabela 5.23. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-36:4, për grupin e firmave të mesme (Grupi II)

Variabli	Mesatarja	Moda	Minimumi	Maksimumi	Devijimi standart	Koeficienti i variacionit
DASH	0.3912	0.3345	0.0015	1.3209	0.3070	0.7845
DAGJ	0.2174	0.0247	0.0000	0.9702	0.3005	1.3825
DAT	0.6086	0.6639	0.0188	1.3209	0.2955	0.4853
ROA	0.0821	0.0568	-0.2132	0.6913	0.1119	1.3628
ROE	0.2537	0.2055	-1.2637	3.3657	0.4050	1.5966
TRUP	0.2441	0.1255	0.0000	0.9256	0.2770	1.1349
LIK	13.2990	2.1851	0.0829	298.601	38.6228	2.9042
LIK_2	3.2924	1.1065	-3.7924	46.6767	6.7716	2.0568
MADH	16.9909	16.9154	14.9224	19.3447	0.8279	0.0487
RISK	-0.2499	0.4088	-24.1260	1.6889	4.1005	16.4081

FLEKS	0.2302	0.0824	0.0006	0.9861	0.2725	1.1837
PTSHA	0.01561	0.0031	0.0000	0.3952	0.0376	2.4068

Shënim: DASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve; DAGJ = Borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve; DAT = Borxhi total ndaj totalit të aktiveve; ROA = Kthimi nga aktivet; ROE = Kthimi nga kapitali; TRUP = Aktivët fikse ndaj totalit të aktiveve; LIK = Aktivët korente ndaj detyrimeve korente; LIK_2 = Aktivët korente minus inventarë ndaj detyrimeve korente; MADH = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve; RISK = Devijimi standard i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it; FLEKS = Mjetet monetare ndaj aktiveve korente; PTSHA = Shpenzimet e amortizimit ndaj totalit të aktiveve.

Tabela 5.24. Statistikat përshkruese, duke përdorur vrojtimit 01:01-12:4, për grupin e firmave të vogla (Grupi III)

Variabli	Mesatarja	Moda	Minimumi	Maksimumi	Devijimi standart	Koeficienti i variacionit
DASH	0.4312	0.4570	0.0006	1.2117	0.3352	0.7775
DAGJ	0.1423	0.0000	0.0000	0.7826	0.2714	1.9072
DAT	0.5735	0.5840	0.0014	1.4546	0.3213	0.5602
ROA	0.0144	0.0201	-0.2247	0.1949	0.0799	5.5347
ROE	0.0768	0.05890	-1.8212	2.1696	0.4614	6.0058
TRUP	0.3503	0.2188	0.0056	0.9979	0.3147	0.8984
LIK	45.7360	1.6861	0.2709	583.188	145.806	3.1880
LIK_2	43.7139	1.5539	0.1786	583.188	139.658	3.1948
MADH	16.5326	16.2110	14.5250	18.9370	1.2397	0.0750
RISK	-6.2616	0.3562	-70.6467	2.9899	19.7964	3.1616
FLEKS	0.2414	0.0740	0.0000	1.0000	0.3229	1.3374
PTSHA	0.0144	0.0000	0.0000	0.1806	0.0336	2.3338

Shënim: DASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve; DAGJ = Borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve; DAT = Borxhi total ndaj totalit të aktiveve; ROA = Kthimi nga aktivet; ROE = Kthimi nga kapitali; TRUP = Aktivët fikse ndaj totalit të aktiveve; LIK = Aktivët korente ndaj detyrimeve korente; LIK_2 = Aktivët korente minus inventarë ndaj detyrimeve korente; MADH = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve; RISK = Devijimi standard i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it; FLEKS = Mjetet monetare ndaj aktiveve korente; PTSHA = Shpenzimet e amortizimit ndaj totalit të aktiveve.

Tabelat 5.22-5.24 paraqesin statistikën përshkruese të tre grupeve të firmave. Nga rezultatet shihet qartë se firmat e vogla përdorin më pak borxh (57.35 përqind) sesa firmat e mëdha (65.87 përqind) dhe të mesme (60.86 përqind). Gjithashtu dhe niveli i borxhit afatgjatë të përdorur prej tyre është relativisht më i ulët (14.23 përqind) krahasuar me firmat e mëdha (24.32 përqind) dhe të mesme (21.74 përqind), e cila identifikon qartë paaftësinë e tyre për të shlyer kreditë si dhe mundësitë më të pakta për të patur akses në sigurimin e fondeve nga ana e institucioneve financiare. Rezultatet tregojnë se treguesit ROA dhe ROE janë të përafërt për firmat e mëdha dhe të mesme por shumë të ndryshme nga ato të firmave të vogla⁶¹. Për të patur një ide më të qartë mbi problemet likuiduese të

⁶¹ Shiko shtojcën 7.26.

firmave është përdorur dhe një tregues tjetër likuiditeti (LIK_2) ose i ashtuquajti Testi Acid⁶².

Tabela 5.25. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3	Modeli 4	Modeli 5	Modeli 6
E pavarura	DASH	DASH	DAGJ	DAGJ	DAT	DAT
Kostantja	0.7827**	0.7065**	-1.062***	-0.974***	-0.2904	-0.2878
ROA	-0.6594*	-0.6241*	-1.816***	-1.866***	-2.409***	-2.422***
ROE	0.5843***	0.5458***	0.2742***	0.3247***	0.8312***	0.8338***
TRUP	-0.567***	-0.613***	0.5584***	0.6109***	0.0053	0.0053
LIK/LIK_2	-0.012***	-0.0146**	0.0110***	0.0149***	0.0010	0.0010
MADH	-0.0094	-0.0053	0.0594***	0.0545***	0.0524***	0.0523***
RISK	-0.127***	-0.133***	0.0977**	0.1010**	-0.086***	-0.087***
FLEKS	-0.0518	0.0195	-0.1558*	-0.1914**	-0.239***	-0.240***
PTSHA	0.8258	1.1422**	-0.6249	-1.0613*	-0.0363	-0.0307
R-katror	0.8005	0.7958	0.8168	0.8038	0.8694	0.8675
R-katror i korrigjuar	0.7793	0.7740	0.7973	0.7829	0.8554	0.8533
F(8, 75)	37.6240	36.5369	41.8092	38.4182	62.3937	61.3657
P-vlera (F)	2.99e-23	7.07e-23	1.29e-24	1.61e-23	4.85e-30	8.27e-30

Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.25 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe borxhit total të firmave të mëdha⁶³. Vlera e R-katrorit prej 0.8675 në Modelin 6, tregon se afërsisht 86.75 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit shpjegohet nga faktorët specifikët të firmave.

Tabela 5.26. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mesme

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3	Modeli 4	Modeli 5	Modeli 6
E pavarura	DASH	DASH	DAGJ	DAGJ	DAT	DAT
Kostantja	0.6413	0.4922	-0.5742	-0.5011	0.7019*	0.7972**

⁶² Testi Acid=LIK_2= (Aktivitet korentë - Inventarë)/ Detyrime korentë

⁶³ Modelet 1, 3 dhe 5 janë përfshirë duke marrë treguesin LIK si matëse e likuiditetit, ndërsa Modelet 2, 4 dhe 6 duke marrë treguesin LIK_2 si matëse e likuiditetit. E njëjta gjë është realizuar dhe në Tabelën 5.25 dhe Tabelën 5.26.

ROA	-1.068***	-0.957***	-0.1332	-0.1729	-1.533***	-1.448***
ROE	0.204***	0.1835***	0.0084	0.0185	0.2048***	0.1762***
TRUP	-0.318***	-0.420***	0.4131***	0.5507***	0.1124	0.1075
LIK/LIK_2	-0.003***	-0.018***	0.0032***	0.0104***	-0.00007	-0.008***
MADH	-0.0087	0.0018	0.0397*	0.0359	-0.0003	-0.0040
RISK	-0.0033	-0.0036	0.0022	0.0038	0.0049	0.0059
FLEKS	0.0662	0.1210**	-0.1163**	-0.168***	-0.1098	-0.1197*
PTSHA	1.492***	1.6284***	-1.453***	-2.027***	-0.0545	-0.2017
R-katror	0.5444	0.6088	0.6523	0.4082	0.4974	0.5612
R-katror i korrektuar	0.5174	0.5856	0.6317	0.3732	0.4676	0.5352
F(8, 135)	20.1666	26.2618	31.6649	11.6409	16.7016	21.5817
P-vlera (F)	8.39e-20	3.98e-24	1.69e-27	1.69e-12	4.88e-17	7.30e-21

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.26 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe borxhit total të firmave të mesme. Vlera e R-katrorit prej 0.5612 në Modelin 6, tregon se afërsisht 53.52 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave.

Tabela 5.27. Përmbledhje e rezultateve të regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër (DASH), afatgjatë (DAGJ) dhe totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të vogla

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3	Modeli 4	Modeli 5	Modeli 6
E pavarura	DASH	DASH	DAGJ	DAGJ	DAT	DAT
Kostantja	0.5367	0.5434	-0.4196	-0.4233	0.6917*	0.6886*
ROA	-0.3282	-0.3292	-0.7589**	-0.7534**	-1.376***	-1.377***
ROE	0.0793	0.0797	0.0833	0.0826	0.2482***	0.2478***
TRUP	-0.2072*	-0.2087*	0.3383***	0.3374***	0.1888*	0.1899*
LIK/LIK_2	-0.001***	-0.001***	0.0007***	0.0008***	-0.00004	-0.00006
MADH	0.0126	0.0122	0.0207	0.0210	-0.0022	-0.0020
RISK	0.0072***	0.0072***	0.0011	0.0011	0.0082***	0.0081***
FLEKS	-0.513***	-0.513***	0.1755**	0.1739**	-0.313***	-0.313***
PTSHA	-2.767***	-2.79***	0.2399	0.2606	-2.995***	-2.994***
R-katror	0.725	0.7243	0.5339	0.5285	0.7064	0.7070
R-katror i korrektuar	0.6686	0.6677	0.4383	0.4318	0.6462	0.6468
F(8, 39)	12.8542	12.8047	5.5845	5.4645	11.7302	11.7613
P-vlera (F)	7.76e-09	8.17e-09	0.000098	0.00012	2.59e-08	2.50e-08

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.27 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe borxhit total të firmave të mesme. Vlera e R-katrorit prej 0.7070 në Modelin 6, tregon se afërsisht 70.70 përqind e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit shpjegohet nga faktorët specifikët të firmave.

Përfundime duke u bazuar në rezultatet e regresionit të tre grupeve të firmave:

Grupi i parë-firmat e mëdha

- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër janë: ROA, ROE, TRUP, LIK/LIK_2, RISKU dhe PTSHA (kur në regresion përdoret LIK_2).
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë: ROA, ROE, LIK/LIK_2, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA (kur në regresion përdoret LIK_2).
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit janë: ROA, ROE, MADH, RISK dhe FLEKS.

Grupi i dytë-firmat e mesme

- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër janë: ROA, ROE, TRUP, LIK/LIK_2 dhe PTSHA.
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë: TRUP, LIK/LIK_2, MADH (kur në regresion përdoret LIK), FLEKS dhe PTSHA.
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit janë: ROA, ROE, LIK_2, dhe FLEKS (kur në regresion përdoret LIK_2).

Grupi i tretë-firmat e vogla

- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër janë: TRUP, LIK/LIK_2, RISK, FLEKS dhe PTSHA.
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë: ROA, TRUP, LIK/LIK_2 dhe FLEKS.
- Faktorët të cilët janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit janë: ROA, ROE, TRUP, RISK, FLEKS dhe PTSHA.

Tabela 5.28. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve të raportit të totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha, të mesme dhe të vogla

Variablat	Modeli 1 Firma të mëdha	Modeli 2 Firma të mëdha	Modeli 3 Firma të mesme	Modeli 4 Firma të mesme	Modeli 5 Firma të vogla	Modeli 6 Firma të vogla
E pavarura	DAT	DAT	DAT	DAT	DAT	DAT

Kostantja	-0.1953	-0.5509**	0.3051	-0.4155	0.685524	0.6174
ROA	-2.340***	-2.338***	-1.473***	-1.476***	-1.395***	-1.389***
ROE	0.8032***	0.8027***	0.1931***	0.1934***	0.2425***	0.2434***
TRUP	0.02481	0.0237	0.0626	0.0631	0.1905*	0.1903*
LIK_2	0.0010	0.0010	-0.006***	-0.006***	-0.00006	-0.00006
MADH	0.0502***	0.0502***	0.0272	0.0269	-0.0011	-0.0012
RISK	-0.0763**	-0.0767**	0.0044	0.0044	0.0082***	0.0082***
FLEKS	-0.267***	-0.266***	-0.1211**	-0.1209*	-0.308***	-0.309***
PTSHA	0.0012	0.00759	-0.1011	-0.1039	-3.006***	-3.006***
GDP	0.4331	0.2085	2.9533***	2.4764***	0.2207	0.1444
INF	-2.4047	-	-4.9692	-	-0.7109	-
INT	-	2.4716	-	5.0327	-	0.4284
R-katror	0.8705	0.8693	0.59421	0.5941	0.7102	0.7101
R-katror i korrektuar	0.8528	0.8514	0.5637	0.5636	0.6318	0.6317

Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.001$ (1% nivel rëndësie).

Tabela 5.28 paraqet rezultatet e regresionit të ndikimit të variablave të pavarura (specifikë dhe makroekonomike) mbi raportin e borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe borxhit total të firmave të mëdha, të mesme dhe të vogla. Meqënëse treguesi LIK_2 ka dhënë rezultate më të mira, është përdorur për të matur likuiditetin e firmave. Sipas rezultateve të tabelës faktorët makroekonomike nuk kanë ndikim në përcaktimin e raporteve të borxhit të firmave. Përfundim bën norma e rritjes së GDP-së e cila ka ndikim të rëndësishëm pozitiv mbi firmat e mesme, duke treguar niveli i borxhit total të tyre rritet me përmirësimin e ekonomisë së vendit. Koeficienti i inflacionit rezulton negativ, ndërsa koeficienti i interesit pozitiv por të parëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit total për të tri grupet e firmave.

5.5 Përmbledhje e analizës së regresionit

Problematikën se cilët janë faktorët që përcaktojnë strukturën e kapitalit e kanë trajtuar një sërë autorësh në vende dhe kontekste të ndryshme ekonomike. Megjithatë kjo problematikë nuk është e trajtuar gjerësisht për firmat shqiptare. Ajo çka u vu re nga rezultatet e analizës së regresionit është se, gjetjet janë deri diku të ngjashme me studimet e zhvilluara në vende të tjera. Kjo tregon se analiza e strukturës së kapitalit është specifike për një kontekst të caktuar ekonomik.

Analiza e detajuar e mostrës së përdorur tregoi se raporti i borxhit afatshkurtër gjatë vitit 2008 është 45.01 përqind, gjatë vitit 2009 është 39.45 përqind, gjatë vitit 2010 është 39.9 përqind dhe gjatë vitit 2011 është 37.87 përqind (mesatarisht 40.56 përqind për të gjithë periudhën). Për sa i përket raportit të borxhit afatgjatë gjatë periudhës 2008-2011, ai rezulton përkatësisht 21.9 përqind, 22.15 përqind, 20.8 përqind si dhe 21.01 përqind (mesatarisht 21.22 përqind për të gjithë periudhën).

Analiza e madhësisë së levës financiare tek firmat tregtare dhe jotregtare tregoi se firmat tregtare e kanë mesataren e raportit të borxhit afatshkurtër dhe afatgjatë përkatësisht

45.95 përqind dhe 23.62 përqind për të tërë periudhën e studimit. Ndërsa firmat jotregtare i kanë këto raporte respektivisht 37.49 përqind dhe 19.85 përqind.

Zgjedhja e modelit më të përshtatshëm për të bërë analizat e regresionit bazohet në testet rigoroze të përshtatshmërisë së modelit si: F-statistika, për përshtatshmërinë e modelit, t-vlera, për rëndësinë e lidhjes midis variablave dhe R-katror, i cili mat se në çfarë shkalle variabiliteti ose ndryshueshmëria e raporteve të borxhit (strukturës së kapitalit) shpjegohet nga variablat e pavarura të përfshira në model.

Nga rezultatet e gjetura arrihet në përfundimin se struktura e kapitalit, e firmave të marra në studim, varet nga faktorët specifikë si dhe nga faktorët makroekonomikë të vendit.

Analiza e rezultateve të tërë mostrës

Analiza e regresionit e zhvilluar tregoi se variablat, të cilat janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër janë:

- ROA
- ROE
- Trupëzimi i aktiveve
- Likuiditeti

Variablat të cilat rezultuan statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë:

- ROA
- ROE (5 përqind nivel rëndësie)
- Trupëzimi i aktiveve
- Likuiditeti
- Madhësia e firmës
- Rreziku i firmës (5 përqind nivel rëndësie)
- Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh

Variablat të cilat rezultuan statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit janë:

- ROA
- ROE
- Trupëzimi i aktiveve
- Likuiditeti (10 përqind nivel rëndësie kur në regresion vendosen vetëm faktorët specifikë të firmës)
- Madhësia e firmës
- Rreziku i firmës
- Fleksibiliteti financiar
- Norma e rritjes së GDP-së
- Norma e inflacionit (5 përqind nivel rëndësie)
- Norma e interesit (5 përqind nivel rëndësie)⁶⁴.

⁶⁴ Kujtojmë se norma e inflacionit dhe norma e interesit nuk janë përdorur njëkohësisht në modelet e regresionit.

Ndikimi i variablave mbi strukturën e kapitalit paraqitet më poshtë në formën e konkluzioneve të këtij studimi:

Kthimi nga aktivet (ROA)

Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROA) rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm (1 përqind nivel rëndësie) për të tri mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT). Kjo tregon se nëse përfitueshmëria e matur përmes ROA-së rritet atëhere leva financiare do të ulet.

Kthimi nga kapitali (ROE)

Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROE) rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për të tri mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT). Kjo tregon se nëse ROE-ja rritet atëhere dhe leva financiare do të rritet.

Tabela 5.29. Rezultatet e disa studimeve mbi lidhjen midis përfitueshmërisë dhe levës financiare të firmave

Autori	Zeitun dhe Tian (2007)	Onalapo dhe Kajola (2010)		Saeedi dhe Mahmoodi (2011)		Abu-Rub (2012)	
Vendi	Jordan	Nigeria		Iran		Palestinë	
Variabli	ROA	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
DASH	(-) **	-	-	(-) ***	(+) *	(-)	(-)
DAGJ	(-) ***	-	-	(-) ***	(-)	(-)	(-)
DAT	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(+) *	(+) ***	(+) ***

Shënim: Shenja (+) tregon një lidhje pozitive midis variablave dhe shenja (-) tregon një lidhje negative midis tyre. Ndërsa ‘*’, ‘***’ dhe ‘****’ tregojnë përkatësisht 10% nivel rëndësie, 5% nivel rëndësie dhe 1 % nivel rëndësie.

Tabela 5.21 tregon rezultatet e disa studimeve në lidhje me marrëdhënien midis përfitueshmërisë, e matur përmes ROA-së dhe ROE-së dhe levës financiare (DASH-së, DAGJ-së dhe DAT-së). Siç e shikojmë, studiuesit nuk kanë arritur në një përfundim të qartë mbi marrëdhënien midis këtyre variablave.

Trupëzimi i aktiveve (TRUP)

Koeficienti i trupëzimit të aktiveve rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH) si dhe pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e borxhit total (DAGJ dhe DAT). Kjo tregon se, nëse raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve rritet, atëhere edhe niveli i përdorimit të borxhit afatgjatë do të rritet. Ky tregues është dëshmi e faktit se firmat i financojnë aktivet afatgjata me borxh afatgjatë. Gjithashtu, zotërimi i një niveli të lartë të aktiveve

fikse rrit vlerën monetare të kolateraleve të firmës, të cilat shërbejnë si garanci për kreditorët potencialë (ndërmjetësit financiarë).

Likuiditeti (LIK)

Koeficienti i likuiditetit të firmave rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH), pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë (DAGJ) si dhe negativ, por statistikisht i parëndësishëm për raportin e totalit të borxhit (DAT). Kjo tregon se firmat që kanë nivele të larta të raportit të likuiditetit nuk e rrisin financimin afatshkurtër, pasi me fondet që ato zotërojnë kanë aftësi për të shlyer këto lloj detyrimesh. Por nga ana tjetër, rritja e raportit të likuiditetit i nxit firmat që të rrisin financimin afatgjatë, pasi ato mund të jenë në gjendje që të shlyejnë kështu e përcaktuara nga ana e ndërmjetësve financiarë, të cilat përmbajnë pagesën e interesit dhe shlyerjen e një pjese të principalit të borxhit afatgjatë.

Madhësia e firmës (MADH)

Koeficienti i madhësisë së firmave rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT), por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit. Kjo tregon se me rritjen e madhësisë së firmave, e matur përmes logaritmit natyror të totalit të aktiveve, do të rritet dhe financimi i firmave sidomos ai afatgjatë.

Rreziku i firmës (RISK)

Koeficienti i rrezikut të firmës rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT), por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit. Kjo tregon se firmat me rrezik të lartë nxiten që të rrisin financimin afatshkurtër si dhe atë afatgjatë.

Fleksibiliteti financiar (FLEKS)

Koeficienti i fleksibilitetit financiar rezultoi negativ për të trija mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT), por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit. Kjo tregon se rritja e raportit të mjeteve monetare ndaj totalit të aktiveve korente çon në uljen e kërkesës për financim të jashtëm, qoftë afatshkurtër apo afatgjatë. Firmat mund të zotërojnë aktive korente në nivele të larta, por mund t'i kenë të “ngurtësuar” në formën e inventarëve apo të llogarive të arkëtueshme, të cilat mund të kërkojnë kohë deri në kthimin e tyre në mjete monetare. Pra FLEKS-i është një tregues më i mirë i rezervave monetare si dhe i aftësisë paguese të firmës.

Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (PTSHA)

Koeficienti i përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh rezultoi pozitiv për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH), negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë (DAGJ) dhe negativ, por statistikisht i parëndësishëm për raportin e borxhit total (DAT). Kjo tregon se rritja e raportit të shpenzimeve me natyrë joborxhi (amortizimit në rastin e këtij studimi) ndaj totali të aktiveve, çon në rritjen e kursimit tatimor nga ana e firmave, duke qenë se këto janë shpenzime të zbritshme para tatimit. Për këtë arsye firmat ulin financimin me anë të borxheve afatgjata, interesi i së cilave i

siguron atyre përfitim tatimor, por që përbën shpenzim real monetar (ndryshe nga amortizimi i cili nuk përbën dalje reale të mjeteve monetare).

Norma e rritjes së produktit të brendshëm buto (GDP)

Koeficienti i normës së rritjes së GDP-së rezultoi negativ për raportin e borxhit afatgjatë (DAGJ), pozitiv për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH) si dhe pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e totalit të borxhit (DAT). Kjo tregon se firmat nxiten që të rrisin nivelin e detyrimeve totale kur pritet një rritje e nivelit ekonomik të vendit e matur nga përqindja e rritjes së GDP-së nga njëri vit në tjetrin. Megjithatë, vihet re se nëse norma e rritjes e GDP-së së Shqipërisë ulet, firmat rrisin borxhin afatgjatë.

Norma e inflacionit (INF)

Koeficienti i normës së inflacionit rezultoi negativ për të trija mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT), por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e totalit të borxhit. Kjo tregon se nëse inflacioni rritet, firmat do të ulin nivelin e borxhit afatshkurtër dhe atij afatgjatë.

Norma e interesit (INT)

Koeficienti i normës së interesit rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT), por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e totalit të borxhit. Kjo gjetje nuk është ashtu siç parashikohej dhe tregon se rritja e normave të interesit ka çuar në rritjen e nivelit të borxhit të firmave. Kjo gjetje mund të argumentohet me faktin se, këto firma nuk kanë mundësi të tjera financimi të aktiviteteve të tyre përveçse duke i'u drejtuar institucioneve financiare. Nëse këto firma do të kishin mundësi, që të siguronin forma të tjera financimi (psh. emetim aksionesh apo obligacionesh) me kosto më të ulët, atëherë rritja e normës primare të huadhënies, do të çonte në reduktimin e huamarrjeve afatgjata nga bankat apo ndërmjetësit e tjerë financiarë.

Analiza e rezultateve të tri grupeve të firmave: të mëdha, të mesme dhe të vogla

Kthimi nga aktivet (ROA)

Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROA) rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për të tri mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT) në të tëra grupet e firmave të shqyrtuara. Kjo tregon se nëse përfitueshmëria e matur përmes ROA-së rritet atëherë leva financiare do të ulet. Lidhja midis ROA-së dhe DASH-së nuk u gjet e rëndësishme vetëm për firmat e vogla si dhe lidhja midis ROA-së dhe DAGJ-së nuk u gjet e rëndësishme vetëm për firmat e mesme. Gjithashtu u konstatua se koeficienti i ROA-së me DAT-në është më i madh (afërsisht -2.4) tek firmat e mëdha, krahasuar me firmat e mesme (afërsisht -1.5) dhe ato të vogla (afërsisht 1.37)⁶⁵. Pra një rritje e ROA-së ndikon më shumë në uljen e borxhit të firmave të mëdha sesa të firmave të tjera, pasi ato kanë një përfitueshmëri më të lartë dhe nuk kërkojnë të rrisin nivelin e borxhit.

⁶⁵ Shiko: Tabela 5.25 (Modeli 5 dhe 6), Tabela 5.26 (Modeli 5) dhe Tabela 5.27 (Modeli 5 dhe 6).

Kthimi nga kapitali (ROE)

Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROE) rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për të tri mënyrat e matjes së levës financiare (DASH, DAGJ dhe DAT) në të tëra grupet e firmave të shqyrtuara. Kjo tregon se nëse ROE-ja rritet atëhere dhe leva financiare do të rritet. Lidhja midis ROE-së dhe DASH-së nuk u gjet e rëndësishme vetëm për firmat e vogla si dhe lidhja midis ROE-së dhe DAGJ-së nuk u gjet e rëndësishme për firmat vogla dhe të mesme. Koeficienti i ROE-së me DAT-në është përsëri më i madh (afërsisht 0.8) tek firmat e mëdha, krahasuar me firmat e mesme (afërsisht 0.2) dhe ato të vogla (afërsisht 0.24)⁶⁶. Pra një rritje e ROE-së ndikon më shumë në rritjen e borxhit të firmave të mëdha sesa të firmave të tjera. Në fakt ROE-ja tregon përfitueshmërinë e pronarëve të firmës, duke mos mbajtur parasysh tërë palët që kanë interesa mbi firmën si psh. kreditorët. Kështu në mungesë fondesh firmat me kthim nga kapitali të lartë do të rrisin borxhin, së pari sepse firmat në Shqipëri nuk mund të emetojnë aksione dhe së dyti pasi kostoja e borxhit është relativisht më e ulët sesa kostoja e kapitalit të vet.

Trupëzimi i aktiveve (TRUP)

Koeficienti i trupëzimit të aktiveve rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH) si dhe pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë për të tri grupet e firmave. Kjo tregon se firmat e mëdha kanë më shumë potencial për të marrë kredi afatgjata pasi zotërojnë më shumë aktive afatgjata. Ndërsa lidhja midis trupëzimit dhe DAT-së është pozitive për të tri grupet e firmave, por e rëndësishme vetëm për firmat e vogla (10 përqind nivel rëndësie). Sërish madhësia e koeficientëve të TRUP është më e lartë për DASH-në dhe DAGJ-në për firmat mëdha krahasuar me të tjerat, përveç se në rastin e DAT-së (afërsisht 0.18) tek firmat e vogla.

Likuiditeti (LIK) dhe (LIK_2)

Koeficienti i likuiditetit të firmave rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër (DASH), pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë (DAGJ) si dhe negativ, por statistikisht i parëndësishëm për raportin e totalit të borxhit (DAT) për të tri grupet e firmave. Përfundimisht koeficienti i likuiditetit (LIK_2) tek firmat e mesme, i cili është negativ dhe statistikisht i rëndësishëm. Vëmë re koeficientët e LIK_2 janë më të mëdha krahasuar me ato të LIK. Kjo tregon se përdorimi i treguesit LIK_2 (Testit Acid) është më i përshtatshëm, për të treguar nivelin likuidues të firmave pasi zbret nga totali i aktiveve korente inventarët, të cilët mund të kenë ngelur stok në magazinat e tyre. Rritja e raportit të likuiditetit i nxit firmat që të ulin borxhin afatshkurtër (sidomos tek firmat e mëdha dhe të mesme) si dhe të rrisin financimin afatgjatë (sidomos firmat e mëdha në të cilat koeficientët e likuiditetit janë më të larta sesa në dy grupet e tjera, pasi ato mund të jenë në gjendje që të shlyejnë kështu e përcaktuara nga ana e ndërmjetësve financiarë, të cilat përmbajnë pagesën e interesit dhe shlyerjen e një pjese të principalit të borxhit afatgjatë. Nga ana tjetër madhësia e koeficientëve të likuiditetit ndaj DASH-së dhe DAGJ-së janë më të ulta tek firmat e vogla. Kjo pasi zotërojnë më pak aktive korente dhe sado që të rritet raporti i likuiditetit përsëri ato e kanë më të vështirë sigurimin e financimit afatshkurtër dhe afatgjatë.

⁶⁶ Shiko: Tabela 5.25 (Modeli 5 dhe 6), Tabela 5.26 (Modeli 5) dhe Tabela 5.27 (Modeli 5 dhe 6).

Madhësia e firmës (MADH)

Koeficienti i madhësisë së firmave rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për DAGJ-në dhe DAT-në tek firmat e mëdha dhe statistikisht i parëndësishëm vetëm për firmat e tjera, përveç DAGJ-së tek firmat e mesme kur në regresion përdoret treguesi LIK_2⁶⁷. Kjo tregon se madhësia e firmave, e matur përmes logaritmit natyror të totalit të aktiveve, do të ndikojë në rritjen e financimit afatgjatë të firmave të mëdha. Ashtu siç është argumentuar dhe më parë firmat e mëdha kanë potencial si dhe “emrin e mirë” për të marrë financim afatgjatë pasi janë në gjendje që ta shlyejnë atë.

Rreziku i firmës (RISK)

Koeficienti i rrezikut të firmës rezultoi statistikisht i rëndësishëm dhe negativ për DASH-në dhe DAT-në tek firmat e mëdha. Gjithashtu ky koeficient u gjet statistikisht i rëndësishëm dhe pozitiv tek firmat e mëdha për DAGJ-në dhe tek firmat e vogla për DASH-në dhe DAT-në por i parëndësishëm tek firmat e mesme. Pra firmat e mëdha me rritjen e rrezikut të biznesit e reduktojnë financimin afatshkurtër nga pasiguria në mosshlyerjen e saj si dhe rrisin financimin afatgjatë (kanë mundësi që t’i shlyejnë në një kohë të ardhshme). Për firmat e vogla ndodh e kundërta pasi rritja e riskut çon në rritjen e detyrimeve afatshkurtra, pasi mund të mos kenë alternativë tjetër financimi.

Fleksibiliteti financiar (FLEKS)

Koeficienti i fleksibilitetit financiar rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për DAGJ-në tek firmat e mëdha dhe të mesme si dhe për DASH-në tek firmat e vogla. Gjithashtu ky koeficient u gjet pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për DAGJ-në tek tek firmat e vogla. Rezultatet tregojnë se rritja e raportit të cash-it ndaj totalit të aktiveve korente do të çojë në uljen e borxheve afatgjata të firmave të mëdha dhe të mesme pasi ato tashmë kanë aftësi likuiduese. Ndërsa për firmat e vogla ndodh e kundërta pasi rritja e këtij raporti çon në uljen e borxheve afatshkurtra dhe në rritjen e atyre afatgjata, pasi ndërmjetësit financiarë mund ta vlerësojnë këtë si tregues më të mirë të rezervave monetare si dhe të aftësisë paguese të firmës. Pra kreditorët e shohin si rritje të potencialit të këtyre firmave, për të shlyer pagesat e borxhit.

Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (PTSHA)

Koeficienti i përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh rezultoi statistikisht i rëndësishëm për firmat e mesme (me DASH-në dhe DAGJ-në) dhe të vogla (me DASH-në). Kështu një rritje e amortizimit ndaj totalit të aktiveve do të çojë në uljen e detyrimeve afatshkurtra të firmave të vogla, pasi ato zotërojnë më pak aktive dhe rritja e këtij raporti i bën më të ndjeshëm në reduktimin e financimit afatshkurtër.

Norma e rritjes së produktit të brendshëm buto (GDP), inflacioni dhe interesi

Norma e rritjes së GDP-së ka ndikim të rëndësishëm pozitiv vetëm mbi firmat e mesme, duke treguar se niveli i borxhit total rritet me rritjen e produktit të brendshëm të vendit. Nga ana tjetër koeficienti i inflacionit rezulton negativ ndërsa koeficienti i interesit pozitiv, por të parëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit total për të tri grupet e firmave.

⁶⁷ Shiko: Tabela 5.26, Modeli 3.

6. PËRFUNDIME DHE REKOMANDIME

Struktura e kapitalit ka qenë dhe është subjekt debati i shumë studimeve, duke filluar nga artikulli i Modiglianit dhe Millerit (1958) e duke vijuar me autorë të tjerë. Leva financiare e firmave si dhe vendimi i përzgjedhjes së mënyrës së financimit e tyre është analizuar në vende të ndryshme si dhe duke përdorur metoda dhe teknika të ndryshme. Ky studim shqyrton kryesisht faktorët specifikë të firmës dhe makroekonomikë të vendit, të cilat ndikojnë në vendimin e strukturës së kapitalit të firmave të palistuara në Shqipëri. Ndër faktorët e shqyrtuar përfshihen faktorët specifike të kompanisë (kthimi nga aktivet, kthimi nga kapitali, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës, fleksibiliteti financiar dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh) si dhe faktorët e vendit (rritja e GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit). Hipoteza e parë shqyrton nëse faktorët specifikë të firmës përcaktojnë vendimin strukturën e kapitalit të mostrës së përzgjedhur. Për këtë qëllim, tri variabla të varur janë përdorur për të matur strukturën e kapitalit, përkatësisht raporti i borxhit afatshkurtër, raporti i borxhit afatgjatë dhe raporti i totalit të borxhit. Nga t-testet e regresioneve, mund të vërehet nëse faktorët e shqyrtuar ndikojnë në mënyrë të rëndësishme në vendimin e strukturës së kapitalit të firmave. Më tej, koeficientët e regresionit treguan drejtimin e ndikimit të faktorëve tek vendimi i strukturës së kapitalit. Nga rezultatet e shenjës së koeficientit të çdo faktori, mund të arrihet në përfundimin, nëse kompanitë sillen sipas teorisë trade-off apo teorisë së rendit të zgjedhjes së strukturës së kapitalit. Hipoteza e dytë është në fakt një ekzaminim i mëtejshëm i përcaktuesve të strukturës së kapitalit, duke përfshirë dhe faktorët makroekonomikë të vendit. Ndërsa hipoteza e tretë teston nëse ka dallime statistikisht të rëndësishme në vendimin e strukturës së kapitalit midis grupit të firmave të sektorit tregtar dhe atij jotregtar. Burimi i të dhënave për këtë studim janë bilancet dhe pasqyrat e të ardhurave dhe shpenzimeve të kompanive gjatë periudhës 4-vjeçare nga viti 2008 deri në vitin 2011, të cilat janë marrë nga Zyra Shtetërore e Tatimeve.

Duke analizuar përdorimin e borxhit të mostrës së firmave gjatë periudhës 2008-2011, arrijmë në rezultatin se firmat e marra në studim kanë përdorur më shumë borxh afatshkurtër gjatë vitit 2008 (45.01 përqind), më shumë borxh afatgjatë gjatë vitit 2009 (22.15 përqind) dhe më shumë borxh total gjatë vitit 2008 (66.92 përqind).

Në vija të përgjithshme, rezultatet e studimit të firmave shqiptare janë në përputhje me parashikimet e studimeve teorike si dhe të rezultateve të mëparshme empirike. Faktorët të cilët ndikojnë mbi strukturën e kapitalit të firmave të vogla dhe të mesme apo dhe të listuara në vendet e zhvilluara, janë të njëjta me faktorët që ndikojnë mbi vendimin e strukturës së kapitalit të firmave të marra në studim. Ajo çka mbetet për t'u diskutuar është nëse ekzistojnë elementë specifikë të Shqipërisë, të cilët ndikojnë mbi levën financiare të firmave. Kështu kujtojmë faktin se në Shqipëri mungojnë tregjet e kapitalit dhe se mundësitë për të gjetur financim të jashtëm përqëndrohen tek institucionet financiare (bankat apo shoqëritë mikrofinanciare). Nga analiza e regresionit u vërtetua se:

Së pari koeficientët e ROA-së, ROE-së, trupëzimit të aktiveve dhe likuiditetit janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër (DASH). Gjithashtu faktorët që ndikojnë në mënyrë pozitive tek ky raport janë ROE-ja, madhësia, rreziku, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh, norma e rritjes e GDP-së si dhe norma e interesit. Ndërsa faktorët që ndikojnë në mënyrë negative tek përcaktimi i DASH-së

janë ROA-ja, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, fleksibiliteti financiar dhe norma e inflacionit.

Së dyti koeficientët e ROA-së, ROE-së, trupëzimit të aktiveve, likuiditetit, madhësisë së firmës, rrezikut të firmës, fleksibilitetit financiar dhe përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë (DAGJ). Gjithashtu faktorët që ndikojnë në mënyrë pozitive tek ky raport janë ROE-ja, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, rreziku i firmës si dhe norma e interesit. Ndërsa faktorët që ndikojnë në mënyrë negative tek përcaktimi i DAGJ-së janë ROA-ja, fleksibiliteti financiar, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh, norma e rritjes e GDP-së si dhe norma e inflacionit.

Së treti koeficientët e ROA-së, ROE-së, trupëzimit të aktiveve, madhësisë së firmës, rrezikut të firmës, fleksibilitetit financiar, normës së rritjes së GDP-së, normës së inflacionit si dhe normës së interesit janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të totalit të borxhit (DAT). Gjithashtu faktorët që ndikojnë në mënyrë pozitive tek ky raport janë ROE-ja, trupëzimi i aktiveve, madhësia e firmës, rreziku i firmës, norma e rritjes e GDP-së si dhe norma e interesit. Ndërsa faktorët që ndikojnë në mënyrë negative tek përcaktimi i DAT-së janë ROA-ja, likuiditeti, fleksibiliteti financiar, përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh si dhe norma e inflacionit.

Duke i'u referuar argumenteve të teorive trade-off si dhe të rendit të zgjedhjes mbi marrëdhënien midis faktorëve të studiuar dhe strukturës së kapitalit (e matur përmes raportit të totalit të borxhit), arrijmë në përfundimet e mëposhtme:

Së pari, rezultatet treguan se lidhja midis levës financiare dhe përfitueshmërisë, e matur me anë të ROA-së, është negative dhe kjo është në përputhje me parashikimin e teorisë së rendit të zgjedhjes, e cila sugjeron se firmat fitimprurëse e ulin nivelin e borxhit, duke preferuar financimin e brendshëm ndaj atij të jashtëm. Kjo vjen dhe për shkak se rritja e financimit afatgjatë çon në rritjen e rrezikut të falimentimit të firmave dhe përfitimi tatimor që mund të rezultojë nga zbritja e interesave të borxhit është më i ulët sesa “frika” apo pasiguria e shlyerjes së interesave dhe principalit të borxhit. “Struktura kapitalit e targetuar e firmave varet nga krahasimi i vlerës aktuale të përfitimeve ndaj kostove të levës” (Parson dhe Titman, 2009, f. 8). Rezultatet e këtij studimi janë në përputhje me rezultatet e studimeve të Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995), Antoniou et al. (2002), Paydar dhe Bardai (2012) të cilët kanë studiuar firmat e listuara si dhe me studimet e Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), Daskalakis dhe Psillaki (2006), Daskalakis dhe Psillaki (2008) dhe Degryse et al. (2009) të cilët kanë patur në fokus firmat e vogla dhe të mesme. Ndërsa, Gosh et al. (2000) dhe Xu (2012) treguan se midis përfitueshmërisë dhe levës financiare ekziston një lidhje pozitive.

Por kjo lidhje nuk rezulton e njëjtë edhe për ROE-në, pasi në këtë studim u vërtetua se kthimi nga kapitali ndikon pozitivisht dhe në mënyrë të rëndësishme mbi të trija mënyrat e matjes së levës financiare. Ky rezultat është në përputhje me studimet e Saeedi dhe Mahmodi (2011) dhe Abu-Rub (2012), të cilët vërtetuan lidhjen pozitive midis raportit të totalit të borxhit dhe ROE-së.

Së dyti, rezultatet treguan se lidhja midis levës financiare, e matur përmes raportit të borxhit afatgjatë dhe raportit të totalit të borxhit dhe trupëzimit të aktiveve është pozitive dhe kjo është në përputhje me teorinë trade-off. Sipas kësaj teorie firmat me nivel të lartë të aktiveve fikse në raport me aktivet totale do të rrisin financimin e jashtëm afatgjatë. Kjo ndodh pasi firmat që duan të investojnë në aktive afatgjata, kanë nevojë për financim

afatgjatë. Nga ana tjetër dhe kreditorët janë më të gatshëm që të investojnë në firma, të cilat kanë nivele të larta të aktive fikse. Dhe ashtu siç është argumentuar dhe më parë, këto firma kanë kosto më të ulta falimentimi dhe aksionerët e kanë më të vështirë që të zëvendësojnë aktivet me rrezik të lartë ndaj atyre me rrezik të ulët, duke krijuar një nivel të lartë besueshmërie për kreditorët. Ky rezultat është në përputhje dhe me evidencat empirike të studimeve të Pandey (2002), Dobretz dhe Fix (2003), Sogorb-Mira dhe Lopez-Grazia (2003), Fan et al. (2004), Degryse et al. (2009) dhe Paydar and Bardai (2012). Ndërsa studimet e Daskalakis dhe Psillaki (2006), Daskalakis dhe Psillaki (2008) treguan se midis trupëzimit të aktiveve dhe levës financiare ekziston një lidhje negative.

Nga ana tjetër, lidhja midis trupëzimit të aktiveve dhe raportit të borxhit afatshkurtër rezulton negative, pasi firmat nuk mund t'i financojnë aktivet fikse me borxh afatshkurtër. Ky rezultat nuk është në përputhje me studimin e Muhammad (1999), në të cilin u vërtetua se trupëzimi nuk ndikon në mënyrë të rëndësishme mbi raportin e borxhit afatshkurtër, duke argumentuar se bankat në Malajzi ofrojnë financim afatshkurtër pa qenë nevoja e zotërimit të aktiveve kolaterale nga ana e firmave. Ndërsa në Shqipëri firmat të cilat kanë nivel të ulët të trupëzimit të aktiveve, e kanë pothuajse të pamundur financimin nga ana e institucioneve financiare, ose i'u akordohet me norma interesi më të larta.

Së treti, koeficienti i likuiditetit rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër, i cili tregon se firmat që kanë nivel të lartë të raportit të aktiveve korente ndaj detyrimeve korente, nuk kanë nevojë për financim afatshkurtër, pasi arrijnë që t'i përballojnë vetë me fondet që zotërojnë detyrimet korente. Ky rezultat është në përputhje me studimet e Anderson (2002) dhe Sarlija dhe Harc (2012). Anderson (2002) vërtetoi se për firmat në Mbretërinë e Bashkuar ekziston një lidhje e rëndësishme pozitive midis borxhit afatgjatë dhe likuiditetit si dhe një lidhje negative midis borxhit afatshkurtër dhe likuiditetit. Ai argumentoi se borxhi afatshkurtër dhe zotërimi i likuiditeteve mund të jenë zëvendësuese të njëra-tjetrës. Kështu, firmat të cilat kanë sasi të ulëta të flukseve monetare, do të përdorin aktivet likuide në dispozicion. Gjithashtu tek studimi i Antoniou et al. (2002)⁶⁸, koeficienti i likuiditetit rezultoi statistikisht i parëndësishëm për raportin e totalit të borxhit⁶⁹. Rezultatet tregojnë edhe njëherë se ekonomia shqiptare është e orientuar drejt bankave dhe jo drejt tregut, pasi nuk mund të tregtohen aksione apo obligacione nga ana e firmave. Megjithatë ky orientim i ekonomisë sonë nuk i mundëson firmat që të reduktojnë likuiditetet e brendshme, pakësimin e aktiveve korente, pasi niveli i asimetrisë së informacionit midis tyre dhe huadhënësve ende konsiderohet i lartë.

Nga ana tjetër rezultatet treguan se koeficienti i likuiditetit është pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë, duke vërtetuar se firmat me nivel të lartë të aktiveve likuide nxiten që të rrisin investimet përmes financimeve afatgjata, duke qenë se ata janë optimistë për shlyerjen e detyrimeve të borxhit. Dhe së fundi, lidhja midis likuiditetit dhe raportit të totalit të borxhit është negative ashtu siç argumenton dhe teoria e rendit të zgjedhjes, por statistikisht e parëndësishme. Lidhja negative midis likuiditetit

⁶⁸ Antoniou et al. (2002) vërtetoi se lidhja midis likuiditetit dhe levës ishte e parëndësishme në Francë dhe Gjermani, të orientuara drejt bankave, pasi firmat e këtyre vendeve e kanë shumë të reduktuar nivelin e asimetrisë së informacionit, duke bërë që të mos kenë nevojë për nivele të larta të likuiditeteve të brendshme.

⁶⁹ Shiko: Tabela 5.19, Modeli 5 dhe Modeli 6.

dhe levës është vërtetuar dhe nga Opler et al. (1999), Shahjahanpour et al. (2010) dhe Duca (2012).

Së katërti, koeficienti i madhësisë së firmës rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së levës financiare, por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit. Lidhja pozitive midis madhësisë dhe strukturës së kapitalit është në përputhje me argumentet e teorisë trade-off, sipas së cilës firmat e mëdha kanë rrezik më të ulët falimentimi, duke bërë që ato të kenë një nivel borxhi relativisht më të lartë. Një serë studimesh të tjera kanë gjetur lidhje pozitive midis madhësisë dhe levës, duke mbështetur argumentet e teorisë trade-off (Rajan dhe Zingales, 1995; Daskalakis dhe Psillaki, 2006; Drobetz et al., 2007; Zhang dhe Kanazaki, 2008; Frank dhe Goyal, 2009). Sipas kësaj teorie firmat e mëdha përdorin më shumë borxh sesa firmat e vogla. Kështu, bankat dhe institucionet e tjera financiare në Shqipëri janë më të gatshme të financojnë firmat e mëdha sesa firmat e vogla. Rezultati i gjetur është në përputhje me studimet e Frank dhe Goyal (2005) dhe Agça dhe Mozumdar (2004), të cilët vërtetuan lidhjen pozitive midis të dy variablave, por jo me studimet e Titman dhe Wessels (1988) dhe Mehran (1992), sipas së cilëve madhësia e firmës nuk është një përcaktues i levës financiare.

Së pesti, koeficienti i rrezikut të biznesit rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së levës financiare, por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e totalit të borxhit. Argumentet e dhëna nga teoria trade-off, bazuar në rritjen e kostove të falimentimit dhe nga teoria e rendit të zgjedhjes, bazuar në oportunitetet për të realizuar projekte fitimprurëse në të ardhmen, ndonëse të ndryshme nga njëra-tjetra, sugjerojnë se midis rrezikut dhe strukturës së kapitalit duhet të ekzistojë një lidhje negative. Lidhja pozitive midis rrezikut dhe levës është gjetur statistikisht e rëndësishme dhe në studimin e Dincergok dhe Yalciner (2011), sipas së cilëve rreziku ka ndikim pozitiv mbi raportin e totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve në Brazil dhe Indonezi. Në realitet kjo gjetje nuk përputhet me atë të studimeve të tjera të ngjashme, të cilat kanë vërtetuar se rreziku i firmës çon në uljen e nivelit të borxhit (Bradley et al., 1984; Booth et al., 2001), pasi firma mund të mos jetë në gjendje që të shlyejë detyrimet në të ardhmen. Studimet e Titman dhe Wessels (1988) dhe Paydar and Bardai (2012) vërtetuan ekzistencën e një marrëdhënie negative, por statistikisht të parëndësishme midis rrezikut të biznesit dhe levës financiare. Kështu firmat shqiptare, të cilat kanë nivel të lartë borxhi, ndërmarrin investime me rrezik të lartë ashtu siç dhe sugjerohet nga studimi i Hsia (1981). Kjo edhe për faktin se institucionet financiare pas akordimit të huave ndaj bizneseve mund të mos jenë gjithnjë në gjendje që të monitorojnë aktivitetet e tyre (mund të ndryshojë destinacioni i përdorimit të parave) si dhe të realizojnë një vlerësim sa më afër realitetit të rrezikut që paraqet çdo firmë (ekzistenca e asimetrisë së informacionit). Gjithashtu një shpjegim tjetër është se normat e interesit të huadhënies janë deri diku të monitoruara dhe të kontrolluara nga Banka Qëndrore dhe nuk lihen tërësisht të lira që të përcaktohen nga forcat e tregut. Si rezultat, institucionet financiare mund të vendosin vetëm nëse duhet apo jo të akordohet një kredi, duke mos qenë plotësisht të lira në përcaktimin e normës së kreditimit. Kështu, firmat me rrezik të lartë mund të marrin kredi me të njëjta norma interesi si dhe firmat me rrezik të ulët. Kjo bën që firmat të vazhdojnë të marrin kredi edhe pse paraqesin rrezik të lartë.

Por mund të themi se firmat me rrezik të lartë, i cili u vlerësua duke u bazuar tek EBIT-i kërkojnë të shtojnë financimin afatgjatë nga institucionet financiare, sidomos nga institucionet mikrofinanciare, si të vetmen mundësi për të siguruar fonde të jashtme.

Së gjashti, koeficienti i fleksibilitetit rezultoi negativ për të trija mënyrat e matjes së strukturës së kapitalit si dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë si dhe për raportin e totalit të borxhit. Ky rezultat është në përputhje me teorinë e rendit të zgjedhjes, sipas së cilës firmat të cilat zotërojnë mjaftueshëm mjete monetare nuk kanë nevojë për financim të jashtëm.

Së shtati, koeficienti i përfitimit tatimor nga shpenzimet joborxh rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë. Ky rezultat është në përputhje me argumentet e teorisë trade-off, sipas së cilës firmat mund të përfitojnë nga përdorimi i shpenzimeve të tilla si amortizimi, i cili është i zbritshëm para përlogaritjes së tatimit. Kështu, sipas këtij studimi, ato firma që kanë nivel të lartë të shpenzimeve të amortizimit, të cilat nuk përfaqësojnë dalje reale paraje, do të reduktojnë nivelin e borxheve afatgjata. Një sërë studimesh kanë vërtetuar lidhjen negative midis këtyre dy variablave (DeAngelo dhe Masulis, 1980; Bradley et al., 1984; Rajan dhe Zingales, 1995; Deesomsak et al., 2004; Gurcharan, 2010; Dincergok dhe Yalciner, 2011) ndryshe nga Bradley et al. (1984), të cilët vërtetuan se PTSHA-ja ndikon pozitivisht mbi levën financiare. Ndërsa koeficienti i PTSHA-së rezultoi pozitiv por statistikisht i parëndësishëm për të përcaktuar raportin e borxhit afatshkurtër si dhe negativ por statistikisht i parëndësishëm për të përcaktuar raportin e totalit të borxhit.

Së teti, koeficienti i normës së rritjes së GDP-së rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e totalit të borxhit dhe pozitiv, por statistikisht i parëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër. Ky rezultat është në përputhje me argumentet e teorisë trade-off sipas së cilës nëse norma e rritjes së GDP-së së një vendi është e lartë atëherë dhe niveli i borxhit do të jetë i lartë. Kjo mund argumentohet me faktin se një normë e lartë e rritjes së GDP-s do të të perceptohet nga firmat si një sinjal pozitiv, i cili do të çojë në rritjen e investimeve, nivelit të prodhimit si dhe nivelit të huamarrjes pasi bizneset janë optimistë në shlyerjen e detyrimeve të borxheve. Ndër studimet që kanë vërtetuar se midis normës së rritjes së GDP-së dhe levës ekziston një lidhje pozitive janë ato të Bas et al. (2009) dhe Saledi dhe Manesh (2012), ndryshe nga studimet e Gurcharan (2010) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011), të cilët vërtetuan se midis variablave të sipërpërmendur ekziston një lidhje negative. Gjithashtu studimi vërtetoi se koeficienti i normës së rritjes së GDP-së është negativ, por statistikisht i parëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë, i cili tregon se në rastin e rritjes së GDP-së firmat nuk do ta rrisin financimin afatgjatë.

Së nënti, koeficienti i normës së inflacionit rezulton negativ, ashtu siç dhe parashikohej, për të trija mënyrat e matjes së strukturës së kapitalit, por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e totalit të borxhit. Kjo është në përputhje me teorinë e rendit të zgjedhjes sipas së cilës rritja e inflacionit rrit pasigurinë për të ardhmen. Në këtë situatë firmat do të përpiqen që të përdorin fondet e tyre të brendshme në vend të borxhit qoftë atij afatshkurtër apo atij afatgjatë. Mateus (2006) dhe Bas et al. (2009) në studimet e tyre kanë gjetur të njëjtën lidhje midis inflacionit dhe strukturës së kapitalit, ndryshe nga Corcoran (1977), Taggart (1985) dhe Frank dhe Goyal (2007), të cilët vërtetuan se inflacioni është i lidhur pozitivisht me levën financiare pasi, kur inflacioni është i lartë, firmat do të rrisin përfitimin tatimor nga zbritja e interesave para tatimit (teoria trade-off).

Së dhjeti, variabli i fundit i cili u mor në konsideratë në këtë studim, është norma e interesit, e cila rezultoi pozitive për të trija mënyrat e matjes të strukturës së kapitalit, por statistikisht e rëndësishme vetëm për raportin e totalit të borxhit. Ky rezultat është në përputhje me argumentet e teorisë trade-off, e cila parashikon një lidhje pozitive midis këtyre dy variablave. Ndryshe nga rezultati i këtij studimi, Antoniou et al. (2002) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011) vërtetuan se norma e interesit është e lidhur negativisht me levën financiare, pasi firmat do të preferojnë burimin më të lirë të financimit. Për pritej që me rritjen e normës së interesit, firmat do të ishin më pak të gatshme për të rritur burimet e jashtme të financimit, ndryshe nga rezultatet e këtij studimi. Kjo mund të argumentohet me faktin se firmat shqiptare nuk kanë shumëllojshmëri formash financimi përveç atij afatshkurtër dhe atij afatgjatë (nga institucionet financiare). Dhe pavarësisht rritjes së normës së interesit, firmat në mungesë të fondeve janë të detyruara që të marrin borxh për të financuar investimet apo aktivitetet e tyre.

Së njëmbëdhjeti, koeficienti i variablit “dummy”, i cili identifikon firmat tregtare, rezultoi pozitiv për të trija mënyrat e matjes së strukturës së kapitalit, por statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e totalit të borxhit. Kjo tregon se dallimet në përdorimin e levës financiare (e matur përmes DAT-së) midis firmave tregtare dhe jotregtare janë statistikisht të rëndësishme. Kështu firmat tregtare përdorin më shumë borxh sesa pjesa tjetër e firmave. “Pavarësisht nga studimi i karakteristikave të firmës për të parashikuar levën, ka kufizime të qarta në atë se çfarë mund të dimë në lidhje me zgjedhjen e strukturës së kapitalit të saj, duke analizuar veç pasqyrat financiare si dhe kthimin nga aksionet që ajo ofron. Për këtë arsye, disa studiues përfshijnë variablin ‘dummy’ të industrisë” (Parson dhe Titman, 2009, f. 12).

Tabela 6.1. Përmbledhje e rezultateve të këtij studimi⁷⁰

Variabli	Struktura e kapitalit	Rezultati i pritur	Rezultati aktual	Teoria (për DAT)
ROA	DASH DAGJ DAT	- - -	- (***) - (***) - (***)	E rendit të zgjedhjes
ROE	DASH DAGJ DAT	- - -	+(***) +(***) +(***)	Trade-off
Trupëzimi	DASH DAGJ DAT	- + +	- (***) +(***) +(***)	Trade-off
Likuiditeti	DASH DAGJ DAT	- - -	-(***) +(***) -	E rendit të zgjedhjes ⁷¹
Madhësia	DASH DAGJ DAT	+ + +	+ +(***) +(***)	Trade-off

⁷⁰ Bazuar në rezultatet e tërë mostrës ku firmat nuk janë të grupuara sipas madhësisë së tyre.

⁷¹ Kujtojmë se në rastin e testimit të lidhjes midis faktorëve specifikë të firmës dhe raportit të totalit të borxhit, pa përfshirë faktorët makroekonomikë, koeficienti i likuiditetit rezultoi statistikisht i rëndësishëm në nivelin 10 përqind.

Rreziku	DASH DAGJ DAT	- - -	+ +(* +(***)	Asnjë nga teoritë
Fleksibiliteti	DASH DAGJ DAT	- - -	- -(** -(***)	E rendit të zgjedhjes
Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	DASH DAGJ DAT	- - -	+ -(***) -(*	Trade-off dhe e rendit të zgjedhjes
Norma e rritjes së GDP-së	DASH DAGJ DAT	+ + +	+ - +(***)	Trade-off
Norma e inflacionit	DASH DAGJ DAT	- - -	- - -(**	Teoria e rendit të zgjedhjes
Norma e interesit	DASH DAGJ DAT	- - -	+ + +(**	Trade-off

Shënim: Shenja (-) tregon se lidhja midis variablave është negative, ndërsa shenja (+) tregon se lidhja midis variablave është pozitive.

Tabela 6.1 paraqet përmbledhjen e rezultateve të këtij studimi. Kolona e fundit e tabelës paraqet nëse shenja e koeficientit të çdo variabli të marrë në shqyrtim përputhet me argumentet e dhëna nga teoria trade-off apo nga teoria e rendit të zgjedhjes. Meqenëse studimi përfshin tri mënyra të matjes së levës financiare, të cilat bazohen në borxhin afatshkurtër, borxhin afatgjatë si dhe në totalin e borxhit, interpretimi për teoritë: trade-off apo e rendit të zgjedhjes, bazohet vetëm në raportin e totalit të borxhit (DAT).

Së fundi nga rigrupimi i firmave sipas madhësisë së aktivitetit të tyre në të mëdha, të mesme dhe të vogla u arrit në konkluzionet e mëposhtme⁷²:

- Modeli i përzgjedhur për të studiuar strukturën e kapitalit të firmave është më i mirë në përcaktimin e nivelit të borxhit të firmave të mëdha, për të cilat R-katrori rezultoi i barabartë me 87 përqind krahasuar me firmat e tjera. Pra variablat e modelit arrijnë të shpjegojnë afërsisht 87 përqind të raportit të totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve.
- Një rritje e ROA-së ndikon më shumë në uljen e borxhit të firmave të mëdha sesa të firmave të tjera, pasi ato kanë një përfitueshmëri më të lartë dhe nuk kërkojnë të rrisin nivelin e borxhit.
- Në mungesë fondesh firmat me kthim nga kapitali të lartë do të rrisin borxhin, së pari sepse firmat në Shqipëri nuk mund të emetojnë aksione dhe së dyti pasi kostoja e borxhit është relativisht më e ulët sesa kostoja e kapitalit të vet. Pra përfshirja e pronarëve të rinj krijon jo vetëm probleme në manaxhimin e biznesit, por këto pronarë të rinj do të “pretendojnë” të njëjtën normë fitimi bazuar në kapitalin e investuar si dhe pronarët ekzistues.

⁷² Shiko shtojcën 7.29.

- Firmat e mëdha kanë më shumë potencial për të marrë kredi afatgjata, pasi zotërojnë më shumë aktive afatgjata si dhe madhësia e koeficientëve të TRUP-it është më e lartë për DASH-në dhe DAGJ-në për firmat mëdha krahasuar me të tjerat.
- Rritja e raportit të likuiditetit i nxit firmat që të ulin borxhin afatshkurtër (sidomos tek firmat e mëdha dhe të mesme) si dhe të rrisin financimin afatgjatë (sidomos firmat e mëdha në të cilat koeficientët e likuiditetit janë më të larta sesa në dy grupet e tjera, pasi ato mund të jenë në gjendje që të shlyejnë këstet e përcaktuara nga ana e ndërmjetësve financiarë, të cilat përmbajnë pagesën e interesit dhe shlyerjen e një pjese të principalit të borxhit afatgjatë.
- Koeficienti i madhësisë së firmave rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për DAGJ-në tek firmat e mëdha, duke vërtetuar se firmat e mëdha kanë më shumë potencial për të marrë financim afatgjatë pasi janë në gjendje që ta shlyejnë atë.
- Firmat e mëdha me rritjen e rrezikut të biznesit e reduktojnë financimin afatshkurtër nga pasiguria në mosshlyerjen e saj si dhe rrisin financimin afatgjatë (kanë mundësi që t'i shlyejnë në një kohë të ardhshme). Për firmat e vogla ndodh e kundërta pasi rritja e riskut çon në rritjen e detyrimeve afatshkurtra, pasi mund të mos kenë alternativë tjetër financimi.
- Rritja e raportit të cash-it ndaj totalit të aktiveve korente do të çojë uljen e borxheve afatgjata të firmave të mëdha dhe të mesme pasi ato tashmë kanë aftësi likuiduese. Ndërsa për firmat e vogla ndodh e kundërta pasi rritja e këtij raporti çon në uljen e borxheve afatshkurtra dhe në rritjen e atyre afatgjata, pasi ndërmjetësit financiarë mund ta vlerësojnë këtë si tregues më të mirë të rezervave monetare si dhe të aftësisë paguese të firmës. Pra kreditorët e shohin si rritje të potencialit të këtyre firmave, për të shlyer pagesat e borxhit.
- Një rritje e amortizimit ndaj totalit të aktiveve do të çojë në uljen e detyrimeve afatshkurtra të firmave të vogla, pasi ato zotërojnë më pak aktive dhe rritja e këtij raporti i bën më të ndjeshëm në reduktimin e financimit afatshkurtër.
- Norma e rritjes së GDP-së e ka ndikim të rëndësishëm pozitiv vetëm mbi firmat e mesme, duke treguar niveli i borxhit total të tyre rritet me rritjen e produktit të brendshëm të vendit.

Përfundime të përmbledhura të punimit:

- (1) Firmat nuk kanë një strukturë optimale kapitali por vihet re që gjatë periudhës 2008-2011 kanë patur mesatarisht 40.56 përqind (përkatësisht 45.01, 39.45, 39.90 dhe 37.87 përqind) borxh afatshkurtër si dhe 21.22 përqind (përkatësisht 21.91, 22.15, 20.80, 20.01 përqind) borxh afatgjatë⁷³. Pra firmat në mostër kanë luhajtje të vogla të nivelit të borxhit sidomos të atij afatgjatë. Ndërsa firmat tregtare kanë një financim më të lartë me borxh afatshkurtër dhe afatgjatë përkatësisht 45.95 përqind dhe 23.62 përqind⁷⁴.
- (2) Firmat e marra në studim ndjekin parimet e teorisë së rendit të zgjedhjes, duke u financuar fillimisht me kapital të vet dhe më pas me borxh. Mesatarisht ato financojnë asetet e tyre me borxh në masën 61.78 përqind (40.56 përqind borxh afatshkurtër dhe

⁷³ Shiko: Tabela 5.1.

⁷⁴ Shiko: Tabela 5.4.

21.22 përqind borxh afatgjatë) dhe me kapital të vet në masën 38.22 përqind. Këto shifra tregojnë se firmat më shumë mbështeten tek kreditë e furnitorëve sesa tek ato bankare. Kjo ndodh për shkak të procedurave shtrënguese nga ana e bankave si dhe për shkak të normave të larta të interesit për kreditë gjatë periudhës së studimit.

- (3) Teoria trade-off sipas së cilës firmat rrisin nivelin e borzhit për të përfituar nga zbritja e interesave të borzhit para tatimit, nuk është e aplikueshme në Shqipëri.
- (4) Në mostër vihet re se 40.56 përqind e aseteve financohet me borxh afatshkurtër, e cila tregon për grumbullimin e detyrimeve ndaj furnitorëve dhe për një paaftësi likuiduese të firmave.
- (5) Faktorët që rezultojnë statistikisht të rëndësishëm për përcaktimin e borzhit afatshkurtër janë: ROA, ROE, TRUP dhe LIK.
- (6) Faktorët që rezultojnë statistikisht të rëndësishëm për përcaktimin e borzhit afatgjatë janë: ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSJA.
- (7) Faktorët makroekonomik: GDP, INF dhe INT rezultojnë statistikisht të rëndësishëm për përcaktimin e borzhit total të firmave⁷⁵.
- (8) Në këtë punim rezultoi se “efekti i industrisë” ndikon mbi strukturën e kapitalit të firmave tregtare. Koeficienti “dummy” i përdorur rezultoi statistikisht i rëndësishëm për borzhin total⁷⁶.
- (9) Rezultatet nga ndarja e firmave në të mëdha, të vogla dhe të mesme u realizuan për të parë nëse madhësia e firmave ndikon në përcaktuesit e strukturës së kapitalit: Rezultatet treguan se:
 - (a) Variabli MADH është statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e DAT-së, vetëm tek firmat e mëdha.
 - (b) Variabli RISK është statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e DAT-së vetëm tek firmat e mëdha dhe të vogla, përkatësisht lidhje negative në rastin e parë dhe pozitive në rastin e dytë.
 - (c) Variabli FLEKS është statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e DASH-së vetëm tek firmat e vogla⁷⁷.

Rekomandime të punimit:

- (1) Edhe sipas studiuesve më të hershëm rezulton që struktura optimale e kapitalit nuk ekziston. Në varësi të kushteve aktuale të Shqipërisë, i cili konsiderohet një vend në tranzicion dhe me një evoluim të shpejtë të mjedisit ekonomik dhe financiar, do të ishte e përshtatshme që firmat të përcaktonin strukturën e tyre optimale të kapitalit. Normalisht nuk sugjerohet një strukturë fikse por të luhatshme në varësi të madhësisë së investimeve të tyre apo mjedisit makroekonomik.
- (2) Bankat duhet të lehtësojnë procedurat e kreditimit si dhe të aplikojnë norma më të reduktuara interesi për bizneset, që kanë aftësi likuiduese. Bankat duhet të specializojnë punonjësit e tyre në një vlerësim më të mirë të bizneseve duke u bazuar dhe në industrinë ku firma vepron.
- (3) Që firmat të fillojnë të veprojnë sipas teorisë trade-off duhet që të nisi funksionimi normal i Bursës së Tiranës, në mënyrë që ato të diversifikojnë mënyrën e financimit

⁷⁵ Shiko: Tabela 5.19 për përfundimet 6-8.

⁷⁶ Shiko: Tabela 5.20.

⁷⁷ Shiko: Tabelat 5.25-5.27.

përmes emetimit të aksioneve dhe obligacioneve. Vetëm në këtë mënyrë firmat mund të zgjedhin formën e financimit dhe të mos bazohen vetëm tek kreditë bankare.

- (4) Firmat duhet të përpiqen të kenë një menaxhim më të kujdesshëm si dhe të reduktojnë detyrimet e tyre afatshkurtra, pasi kjo mund të çojë drejt falimentimit të tyre.
- (5) Bazuar në rezultate firmat duhet të kenë kujdes sidomos ndaj ROA-së dhe TRUP me koeficientë korrelacioni përkatësisht: -1.0762 dhe -0.3451 (Tabela 5.19, Modeli 1) pasi kthimi nga aktivet dhe trupëzimi kanë ndikim negativ mbi borxhin afatshkurtër.
- (6) Bazuar në rezultate firmat duhet të kenë kujdes sidomos ndaj ROA-së, TRUP, MADH dhe PTSJA-së me koeficientë korrelacioni përkatësisht: -0.3366, 0.4315, 0.0253 dhe -1.3635 (Tabela 5.19, Modeli 3) pasi kthimi nga aktivet dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh kanë ndikim negativ mbi borxhin afatgjatë, ndërsa trupëzimi dhe madhësia kanë ndikim pozitiv mbi borxhin afatgjatë⁷⁸.
- (7) Në mënyrë që firmat të krijojnë një strukturë të qëndrueshme kapitali duhet të kenë në konsideratë dhe faktorët makroekonomik, të cilat janë tepër të rëndësishëm për përcaktimin e mënyrës së financimit të tyre. Kështu rritja e GDP-së dhe e normës së kreditimit çon në rritjen e nivelit të borxhit total, ndërsa rritja e inflacionit çon në uljen e nivelit të borxhit total.
- (8) “Efekti i industrisë” duhet të identifikohet për një numër më të gjerë degësh, pasi secili prej tyre ka evoluime të ndryshme dhe specifika të veçanta.
- (9) Firmat e mëdha ndryshe nga firmat e tjera duhet të kenë kujdes “madhësinë” e tyre, d.m.th. rritjen e aseteve pasi kjo do të ndikojë direkt në rritjen e borxhit total të tyre.
 - (a) Firmat e mëdha duhet të kenë kujdes “madhësinë” e tyre, pra rritjen e aktiveve totale pasi kjo çon në rritjen e borxhit.
 - (b) Firmat e mëdha dhe të vogla duhet të kenë kujdes riskun e tyre pasi ndikon në nivelin e borxhit.
 - (c) Firmat e vogla duhet të kenë kujdes fleksibilitetin e tyre, pasi kjo çon direkt në përcaktimin e borxhit afatshkurtër.

Në këtë studim mund të përmendim limitet e mëposhtme:

1. Ky studim limitohet në grumbullimin e të dhënave të vetëm 69 bizneseve shqiptare, të cilat mund të mos jenë të mjaftueshme për të përfaqësuar të tërë popullatën e firmave shqiptare.
2. Në mungesë të tregjeve aktive të kapitalit në Shqipëri, në këtë studim për të matur strukturën e kapitalit janë përdorur vetëm të dhënat kontabël dhe jo të tregut të firmave.
3. Në mungesë të të dhënave, ky studim nuk përdor variabla “dummy” për disa sektorë por vetëm për një sektor, atij të tregtisë, për të identifikuar nëse struktura e kapitalit e këtij sektori varion në mënyrë të rëndësishme nga firmat e sektorëve të tjerë.
4. Periudha e studimit mund të jetë e shkurtër, pasi ajo nis nga viti 2008 dhe përfundon në vitin 2011.
5. Ky studim merr parasysh vetëm të dhënat sekondare të marra nga pasqyrat financiare, për të përcaktuar vendimin e strukturës së kapitalit të firmave shqiptare. Do të ishte me interes dhe përdorimi i të dhënave parësore përmes intervistave drejtuar

⁷⁸ Janë marrë në konsideratë variablat të cilat plotësojnë dy kushte: 1-janë statistikisht të rëndësishëm në nivelin 1%, 2-kanë rezultuar me koeficientët më të mëdhenj.

menaxherëve financiarë të firmave, për të identifikuar më mirë mënyrën e përzgjedhjes nga ana e tyre e strukturës së kapitalit.

Për studime të tjera të ngjashme mund të cilësojmë rekomandimet e mëposhtme:

1. Zgjerimi i observimeve të përdorura duke rritur numrin e firmave si dhe grumbullimin e të dhënave për më shumë vite. Në fakt kjo është e vështirë, pasi pasqyrat financiare të firmave nuk janë të publikuara dhe këto pasqyra mund të gjenden pranë Zyrës Shtetërore të Tatimeve ose pranë zyrave private të kontabilistëve të miratuar.
2. Marrja e të dhënave dhe nga vendet fshinje për të parë nëse sjellja financiare e firmave Shqiptare është e ngjashme me ato të vendeve të tjera.
3. Ekzaminimi i sjelljes financiare të disa industrive të ndryshme dhe jo vetëm të sektorit tregtar siç u realizua në këtë punim.
4. Studimi i vendimit të zgjedhjes së strukturës së kapitalit përmes përdorimit të të dhënave primare siç u realizua dhe nga Graham and Harvey (2001).
5. Analizimi i variablave të tjerë të pavarur, të cilat mund të rrisin shpjegueshmërinë e levës financiare.

7. SHTOJCAT

Shtojca 7.1. Përkufizimi i variablave të varura dhe të pavarura të përdorura në studim si dhe mënyra e matjes së tyre

DASH	Raporti i borxhit afatshkurtër, i cili llogaritet si raporti i totalit të detyrimeve afatshkurtra ndaj totalit të aktiveve të firmës.
DAGJ	Raporti i borxhit afatgjatë, i cili llogaritet si raporti i totalit të detyrimeve afatgjata ndaj totalit të aktiveve të firmës.
DAT	Raporti i totalit të borxhit, i cili llogaritet si raporti i totalit të detyrimeve (afatshkurtra dhe afatgjata) ndaj totalit të aktiveve të firmës.
ROA	Kthimi nga aktivet, i cili llogaritet si raporti i fitimit neto ndaj totalit të aktivitetit.
ROE	Kthimi nga kapitali, i cili llogaritet si raporti i fitimit neto ndaj totalit të kapitalit të vet.
TRUP	Trupëzimi i aktiveve, i cili llogaritet si raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve.
LIK	Likuiditeti i firmës, i cili llogaritet si raporti i totalit të aktiveve korente ndaj totalit të pasiveve korente.
LIK_2	Likuiditeti i firmës, i cili llogaritet si raporti i totalit të aktiveve korente minus inventarë ndaj totalit të pasiveve korente.
MADH	Madhësia e firmës, e cila llogaritet duke gjetur logaritmin natyror të totalit të aktiveve të firmës.
RISK	Reziaku i firmës, i cili llogaritet si raporti i devijimit standart të fitimit para interesave dhe tatimit (EBIT-it) ndaj vlerës mesatare të fitimit para interesave dhe tatimit (EBIT-it).
FLEKS	Fleksibiliteti financiar i firmës, i cili llogaritet si raporti i totalit të mjeteve monetare ndaj totalit të aktiveve korente.
PTSHA	Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh, i cili llogaritet si raporti i totalit të shpenzimeve të amortizimit ndaj totalit të aktivitetit.
GDP	Norma e rritjes së produktit të brendshëm bruto, e cila është marrë nga raportet statistikore të Bankës së Shqipërisë (2012) për periudhën 2008-2011.
INF	Norma e rritjes së çmimit të mallrave dhe shërbimeve, e cila është marrë nga raportet statistikore të Bankës së Shqipërisë (2012) për periudhën 2008-2011.
INT	Norma primare e huadhënies, e cila është marrë nga raportet statistikore të Bankës së Shqipërisë (2012) për periudhën 2008-2011.

Shënim: Fitimi neto është rezultati financiar i firmës pas zbritjes së interesave dhe e tatimit. Aktivet korente janë totali i Aktiveve monetare, Derivateve dhe aktiveve të mbajtura për t'u rishitur, Aktiveve të tjera afatshkurtra, Inventarit, Aktiveve biologjike afatshkurtra, Aktiveve afatshkurtra të mbajtura për rishitje dhe Parapagimeve dhe shpenzimeve të shtyra. Pasive korente janë totali i Derivateve, Huamarrjeve, Huatë dhe parapagimet, Grantet dhe të ardhurat e shtyra dhe Provigjionet afatshkurtra.

Shtojca 7.2. Hipotezat e studimit

Hipoteza	Variabli	Koeficientët
H1o/a1	Kthimi nga aktivet	$\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 = 0, \quad \alpha_1, \beta_1, \gamma_1 > 0$
H1A/a1	Kthimi nga aktivet	$\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 < 0$
H1o/a1	Kthimi nga kapitali	$\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 = 0, \quad \alpha_1, \beta_1, \gamma_1 > 0$
H1A/a1	Kthimi nga kapitali	$\alpha_1, \beta_1, \gamma_1 < 0$
H1o/b	Trupëzimi	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 = 0, \quad \alpha_3, \beta_3, \gamma_3 < 0$
H1A/b	Trupëzimi	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 > 0$
H1o/c	Likuiditeti	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H1A/c	Likuiditeti	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H1o/d	Madhësia e firmës	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 = 0, \quad \alpha_3, \beta_3, \gamma_3 < 0$
H1A/d	Madhësia e firmës	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 > 0$
H1o/e	Rreziku i firmës	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H1A/e	Rreziku i firmës	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H1o/f	Fleksibiliteti i firmës	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H1A/f	Fleksibiliteti i firmës	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H1o/g	Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H1A/g	Përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H2o/a	Norma e rritjes së GDP-së	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 = 0, \quad \alpha_3, \beta_3, \gamma_3 < 0$
H2A/a	Norma e rritjes së GDP-së	$\alpha_3, \beta_3, \gamma_3 > 0$
H2o/b	Norma e inflacionit	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H2A/b	Norma e inflacionit	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H2o/c	Norma e interesit	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 = 0, \quad \alpha_4, \beta_4, \gamma_4 > 0$
H2A/c	Norma e interesit	$\alpha_4, \beta_4, \gamma_4 < 0$
H3o	Variabli dummy	$\alpha_{11}, \beta_{11}, \gamma_{11} = 0$
H3A	Variabli dummy	$\alpha_{11}, \beta_{11}, \gamma_{11} \neq 0$

Shtojca 7.3. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DASH)

	Koeficienti	Gab.standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.437754	0.185528	2.3595	0.01902	**
ROA	-1.05418	0.166087	-6.3472	<0.00001	***
ROE	0.208312	0.049339	4.2220	0.00003	***
TRUP	-0.33809	0.056422	-5.9923	<0.00001	***
LIK	-0.00111	0.000192	-5.7815	<0.00001	***
MADH	0.006402	0.010279	0.6228	0.53395	
RISK	0.001987	0.001843	1.0784	0.28183	
FLEKS	-0.07909	0.050799	-1.5571	0.12064	
PTSHA	0.436324	0.439384	0.9930	0.32159	

R-katror	0.349459	R-katror i korrektuar	0.329967
F (8, 267)	17.92847	P-vlera (F)	2.18e-21

Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Shtojca 7.4. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DAGJ)

	Koeficienti	Gab.standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	-0.330713	0.158318	-2.0889	0.03766	**
ROA	-0.305156	0.118067	-2.5846	0.01028	**
ROE	0.052085	0.028502	1.8274	0.06875	*
TRUP	0.434273	0.053533	8.1123	<0.00001	***
LIK	0.001065	0.000186	5.7137	<0.00001	***
MADH	0.025578	0.008824	2.8984	0.00406	***
RISK	0.003260	0.001904	1.7115	0.08814	*
FLEKS	-0.099592	0.040661	-2.4493	0.01496	**
PTSHA	-1.297220	0.333334	-3.8916	0.00013	***

R-katror	0.439334	R-katror i korrektuar	0.422536
F (8, 267)	26.15247	P-vlera (F)	1.02e-29

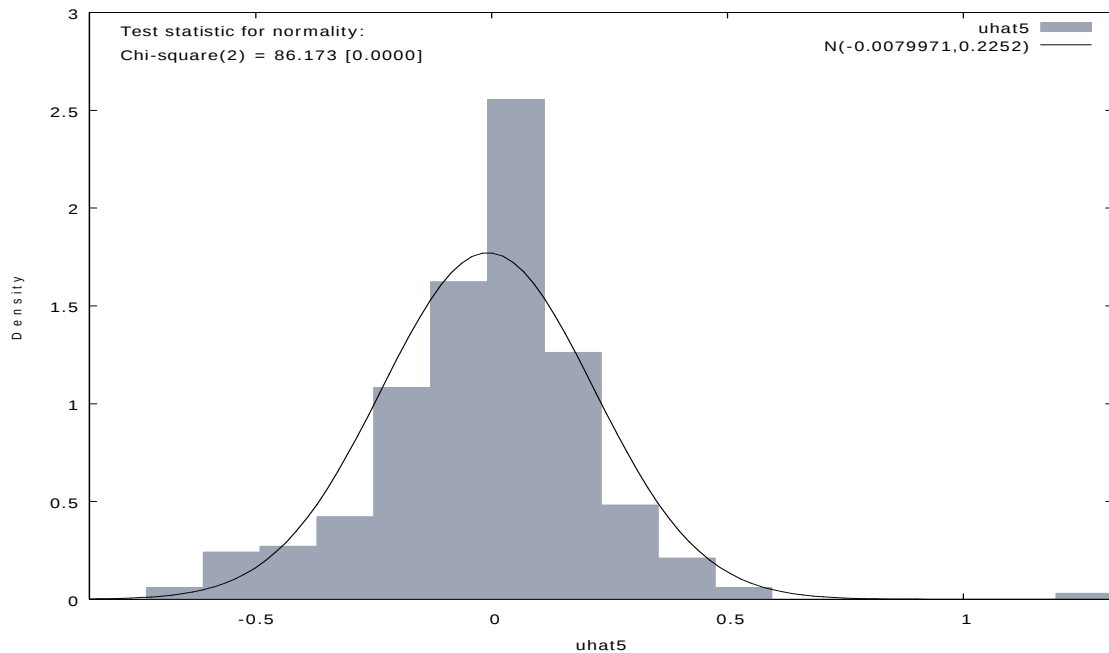
Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Shtojca 7.5. Modeli i zgjeruar mbi ndikimin e variablave specifike të firmës mbi strukturën e kapitalit (DAT)

	Koeficienti	Gab. standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.234396	0.125433	1.8687	0.06276	*
ROA	-1.59402	0.121972	-13.0688	<0.00001	***
ROE	0.291082	0.031237	9.3184	<0.00001	***
TRUP	0.137956	0.036176	3.8135	0.00017	***
LIK	-0.0001656	9.31906e-05	-1.7771	0.07668	*
MADH	0.0261444	0.006902	3.7877	0.00019	***
RISK	0.008384	0.000936	8.9564	<0.00001	***
FLEKS	-0.185359	0.038685	-4.7914	<0.00001	***
PTSHA	-0.435926	0.299133	-1.4573	0.14621	

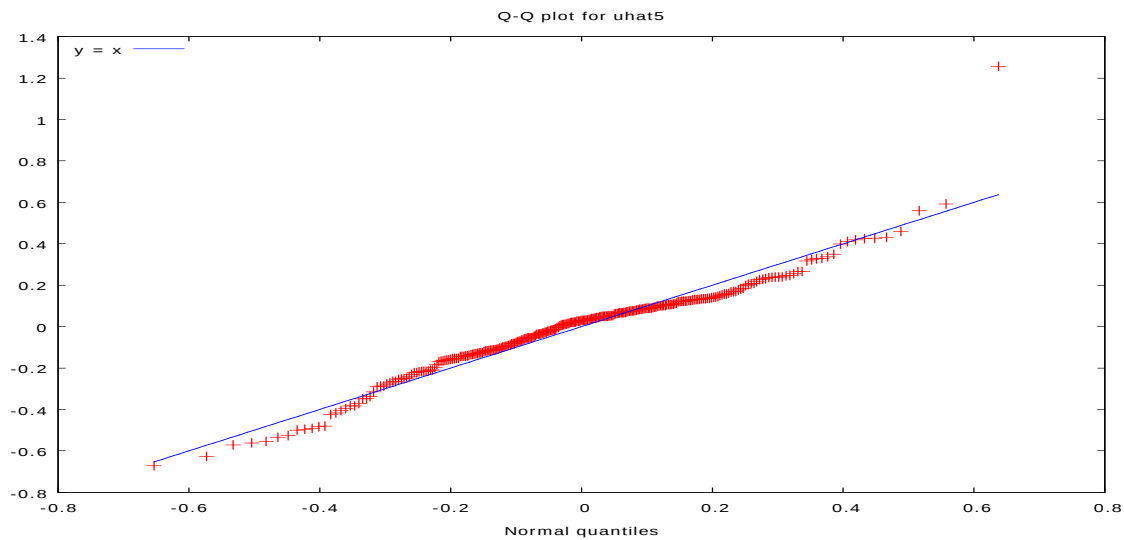
R-katror	0.615034	R-katror i korrigjuar	0.603500
F (8, 267)	53.32103	P-vlera (F)	4.41e-51

Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).



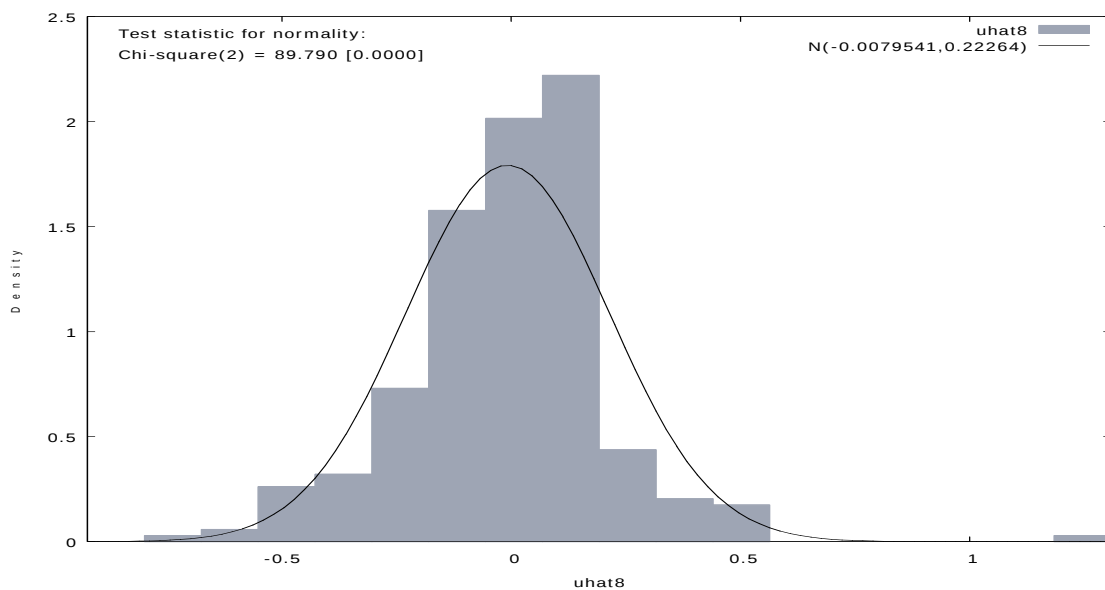
Shtojca 7.6. Histograma e rezidualëve dhe shpërndarja normale e modelit linear

Shënim: Kjo histogramë është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT)



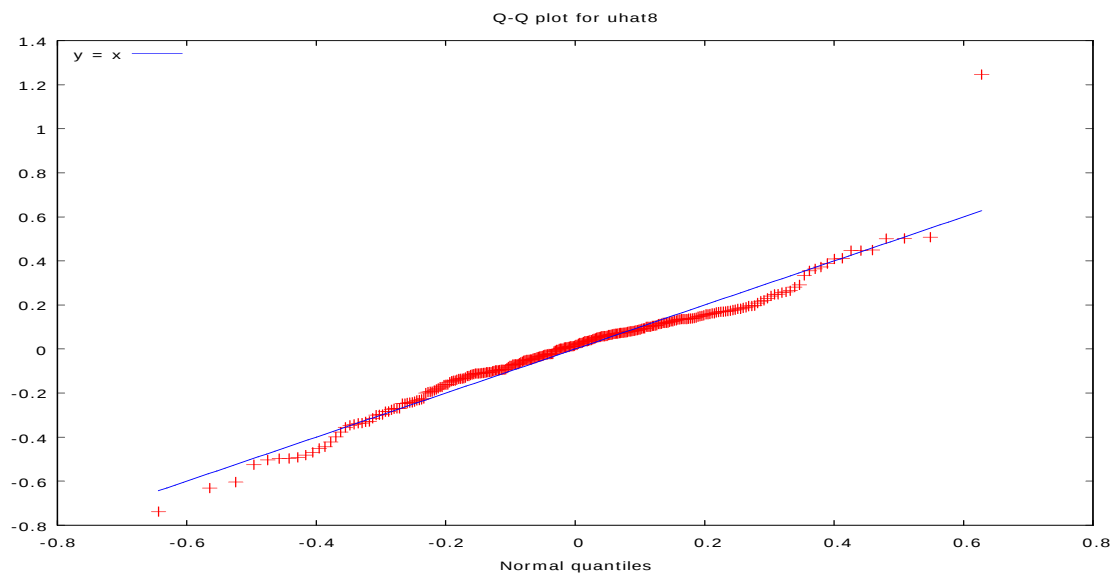
Shtojca 7.7. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)

Shënim: Skema e përputhjes së vlerave është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT).



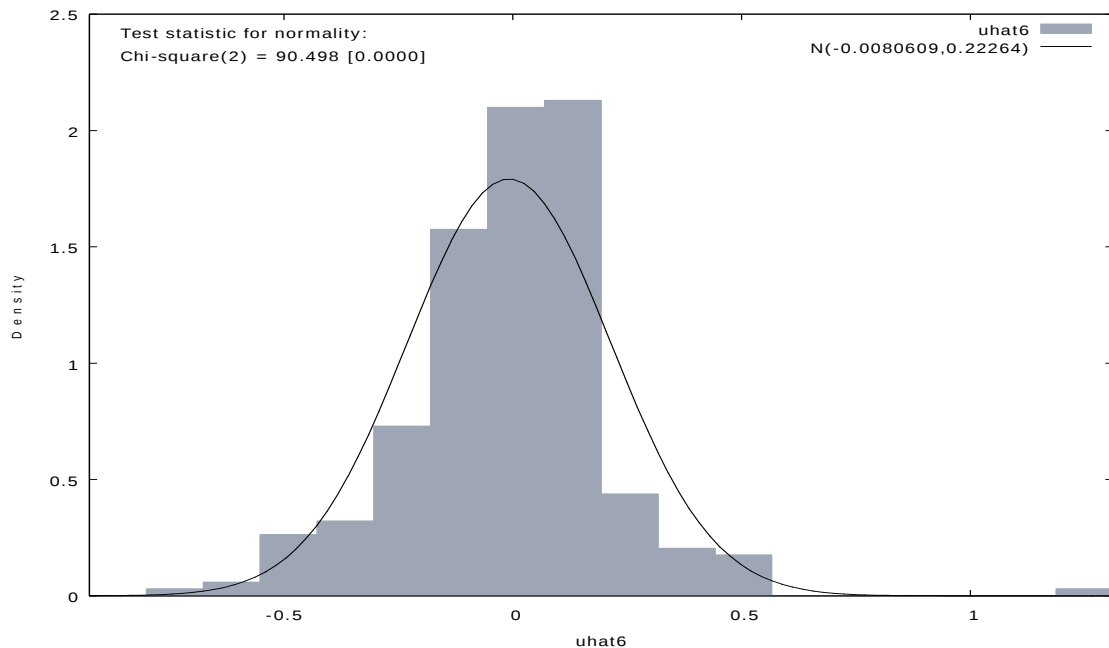
Shtojca 7.8. Histograma e rezidualëve dhe shpërndarja normale e modelit linear

Shënim: Kjo histogramë është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) dhe dy faktorëve makroekonomikë (GDP dhe INF) ndaj raporti të totalit të borxhit (DAT).



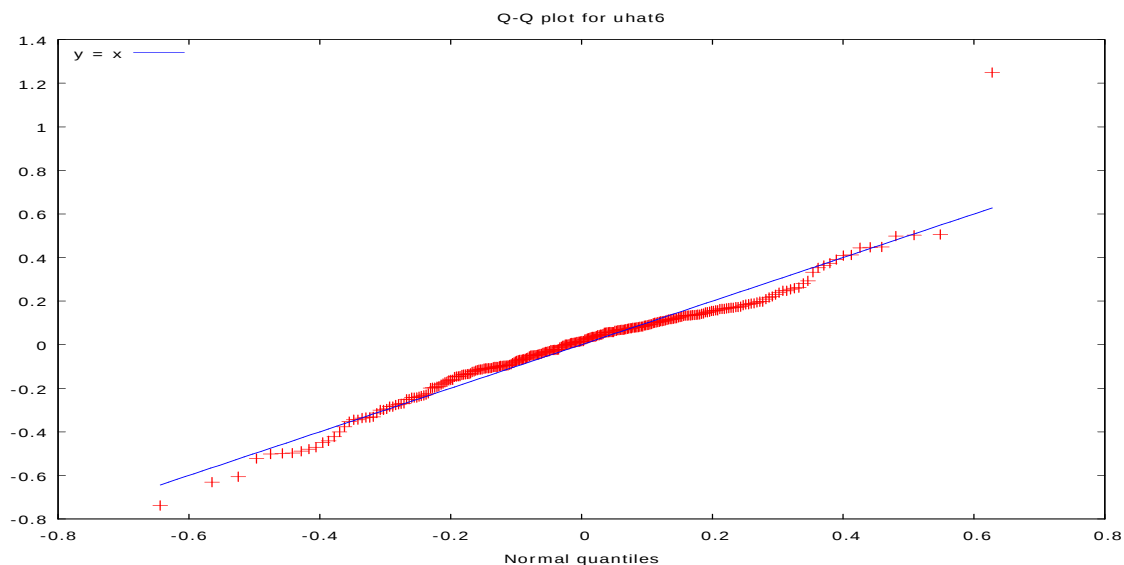
Shtojca 7.9. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)

Shënim: Skema e përputhjes së vlerave është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) dhe dy faktorëve makroekonomikë (GDP dhe INF) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT).



Shtojca 7.10. Histograma e rezidualeve dhe shpërndarja normale e modelit linear

Shënim: Kjo histogramë është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) dhe dy faktorëve makroekonomikë (GDP dhe INT) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT).



Shtojca 7.11. Probabiliteti i mbetjeve të standartizuara (Skema e përputhjes së vlerave)

Shënim: Skema e përputhjes së vlerave është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) dhe faktorëve makroekonomikë (GDP dhe INF) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT).

Shtojca 7.12. Modeli i zgjeruar mbi dallimet e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare (variabli i varur DAT)

	Koeficienti	Gab.standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	0.241202	0.12633	1.9093	0.05731	*
ROA	-1.62417	0.114233	-14.2180	<0.00001	***
ROE	0.240059	0.029760	8.0663	<0.00001	***
TRUP	0.152586	0.0327673	4.6566	<0.00001	***
LIK	-0.000256	8.9616e-05	-2.8650	0.00451	***
MADH	0.025537	0.006387	3.9982	0.00008	***
RISK	0.008154	0.001015	8.0276	<0.00001	***
FLEKS	-0.169335	0.036601	-4.6265	<0.00001	***
PTSHA	-0.283142	0.264345	-1.0711	0.28510	
GDP	2.19425	0.463124	4.7379	<0.00001	***
INF	-3.6250	1.57674	-2.2990	0.02228	**
Dummy	0.076159	0.018773	4.0569	0.00007	***

R-katror	0.672792	R-katror i korrektuar	0.659158
F (11, 264)	49.34775	P-vlera (F)	1.13e-57

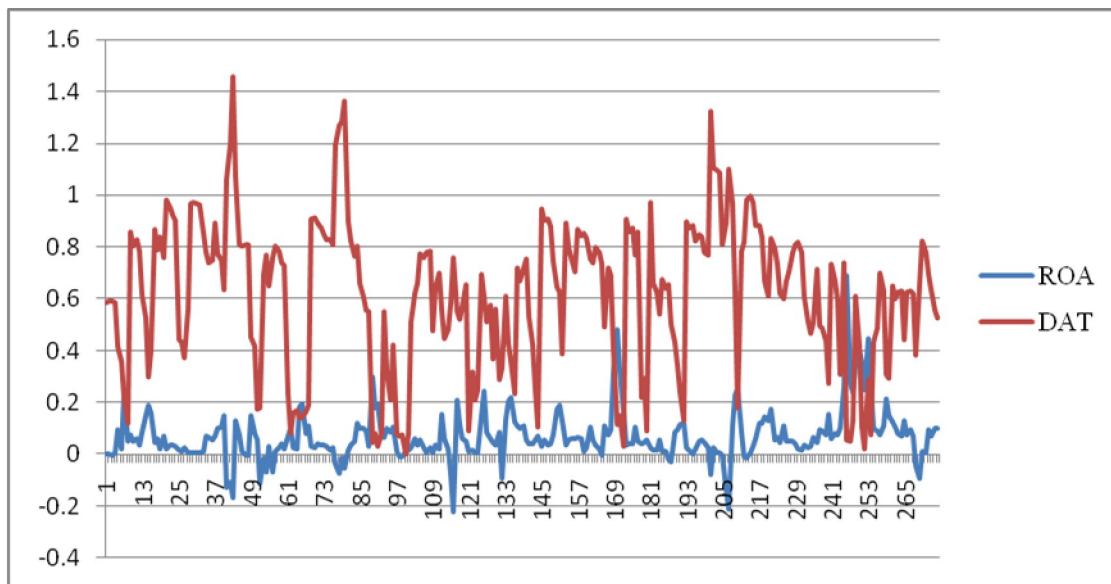
Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Shtojca 7.13. Modeli i zgjeruar mbi dallimet e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare (variabli i varur DAT)

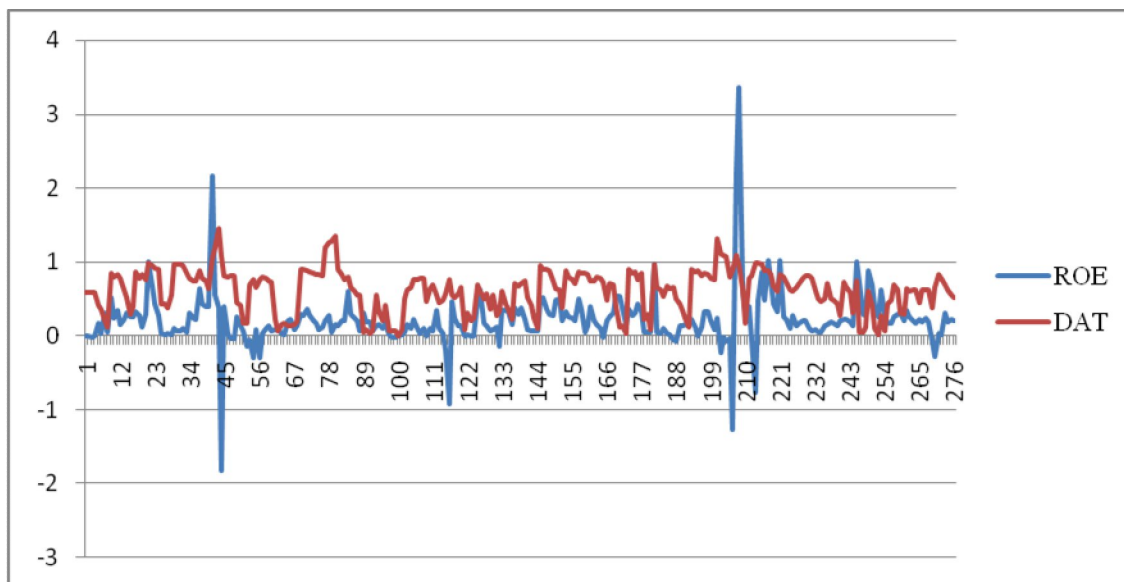
	Koeficienti	Gab.standart	t-vlera	p-vlera	
Kostantja	-0.299393	0.224612	-1.3329	0.18370	
ROA	-1.62730	0.114253	-14.2430	<0.00001	***
ROE	0.240265	0.029754	8.0749	<0.00001	***
TRUP	0.152001	0.032604	4.6620	<0.00001	***
LIK	-0.000257	8.95713e-05	-2.8793	0.00431	***
MADH	0.025381	0.006368	3.9856	0.00009	***
RISK	0.008153	0.001015	8.0276	<0.00001	***
FLEKS	-0.168367	0.036537	-4.6080	<0.00001	***
PTSHA	-0.280752	0.263435	-1.0657	0.28752	
GDP	1.85697	0.450605	4.1210	0.00005	***
INT	3.79090	1.58858	2.3863	0.01772	**
Dummy	0.075980	0.018707	4.0616	0.00006	***

R-katror	0.673480	R-katror i korrektuar	0.659875
F (11, 264)	49.50240	P-vlera (F)	8.60e-58

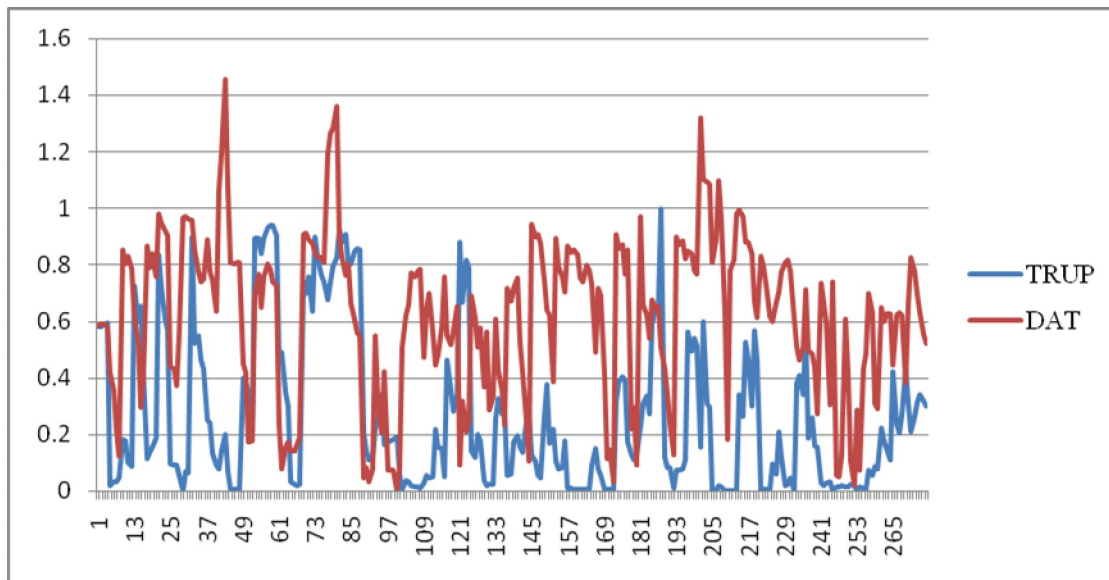
Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).



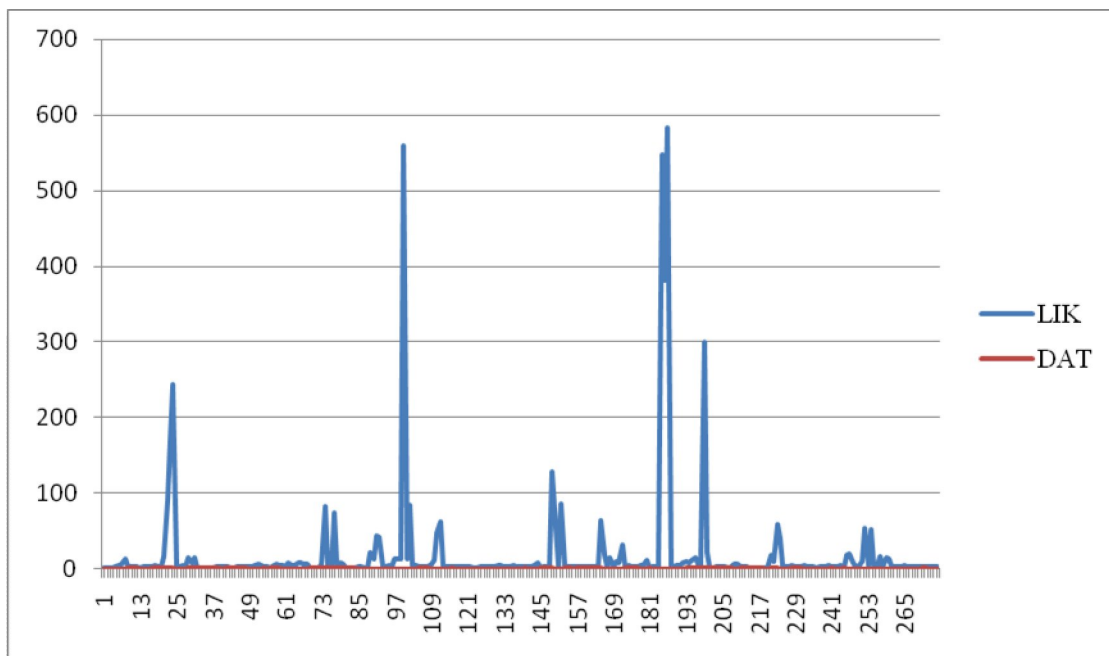
Shtojca 7.14. Lidhja midis ROA-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



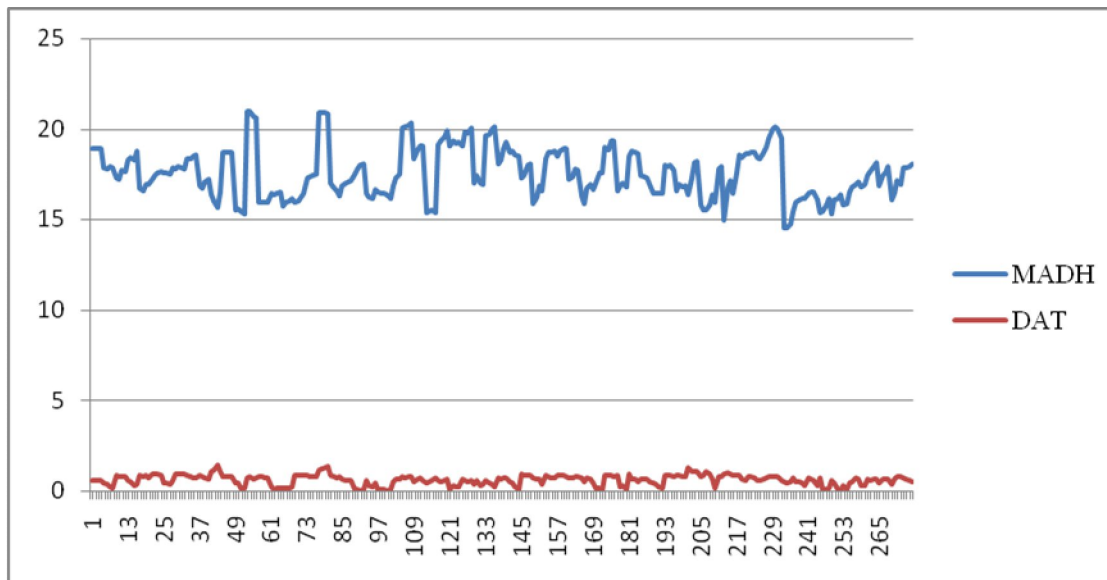
Shtojca 7.15. Lidhja midis ROE-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



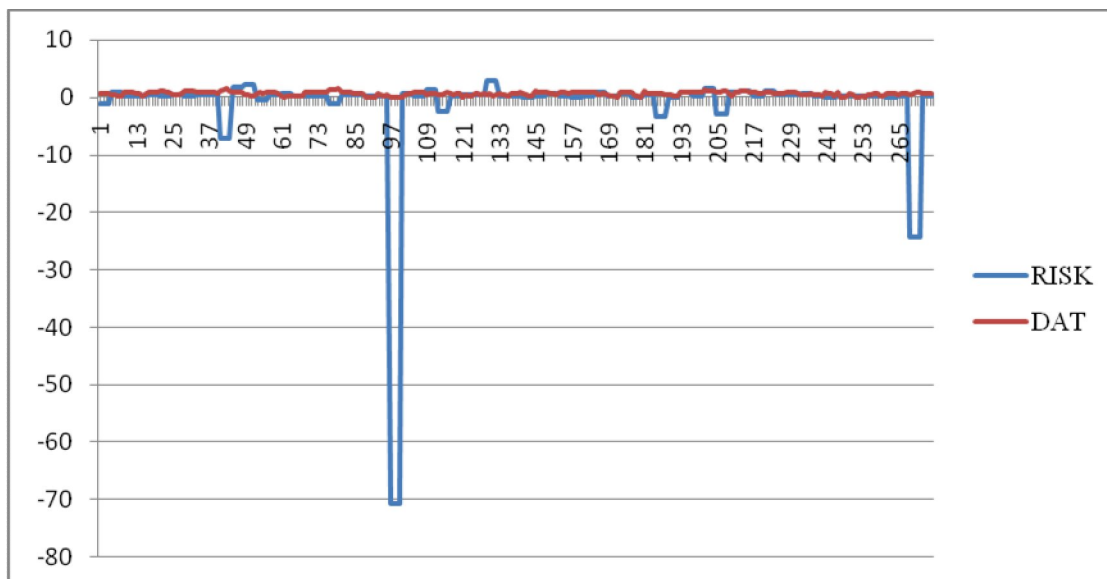
Shtojca 7.16. Lidhja midis TRUP-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



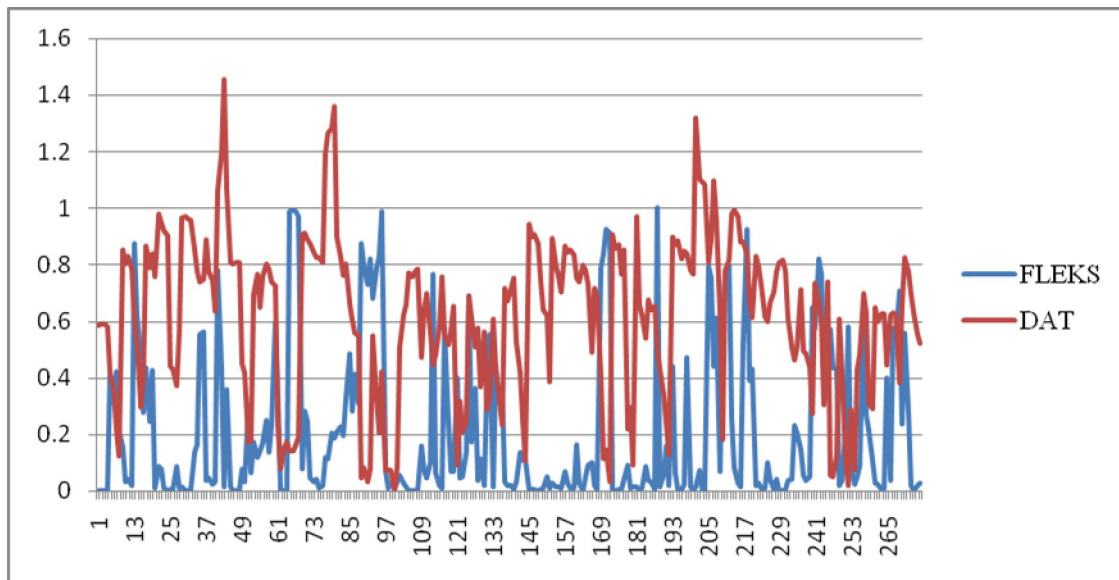
Shtojca 7.17. Lidhja midis LIK-ut dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



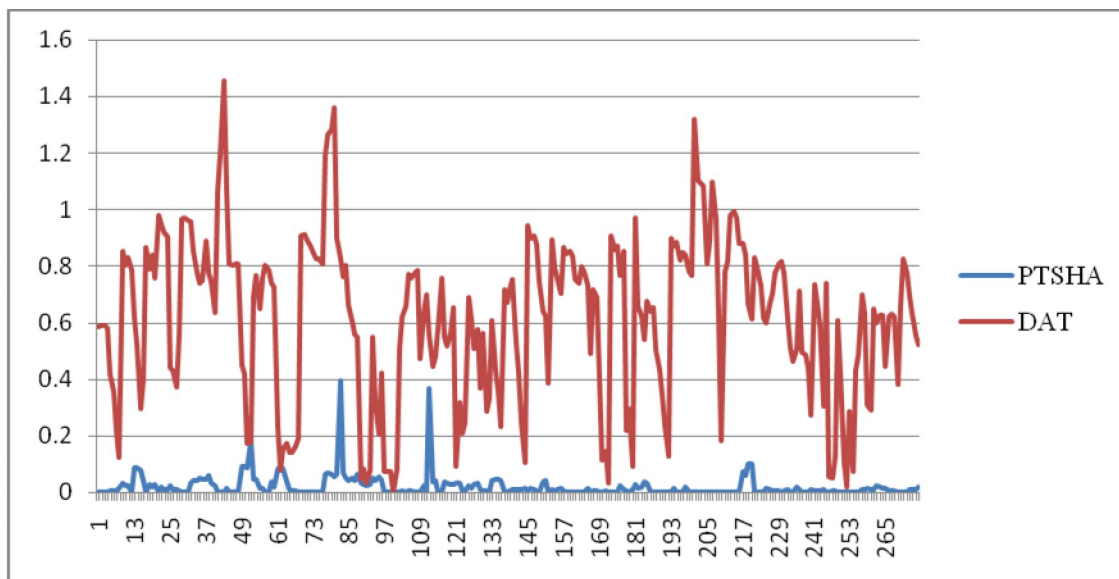
Shtojca 7.18. Lidhja midis MADH-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



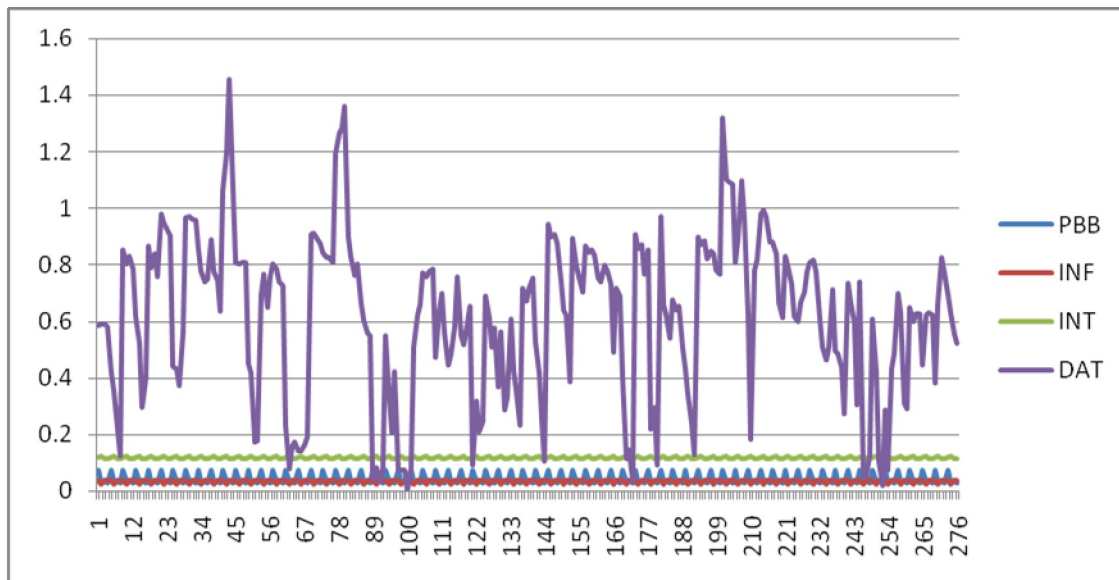
Shtojca 7.19. Lidhja midis RISK-ut dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



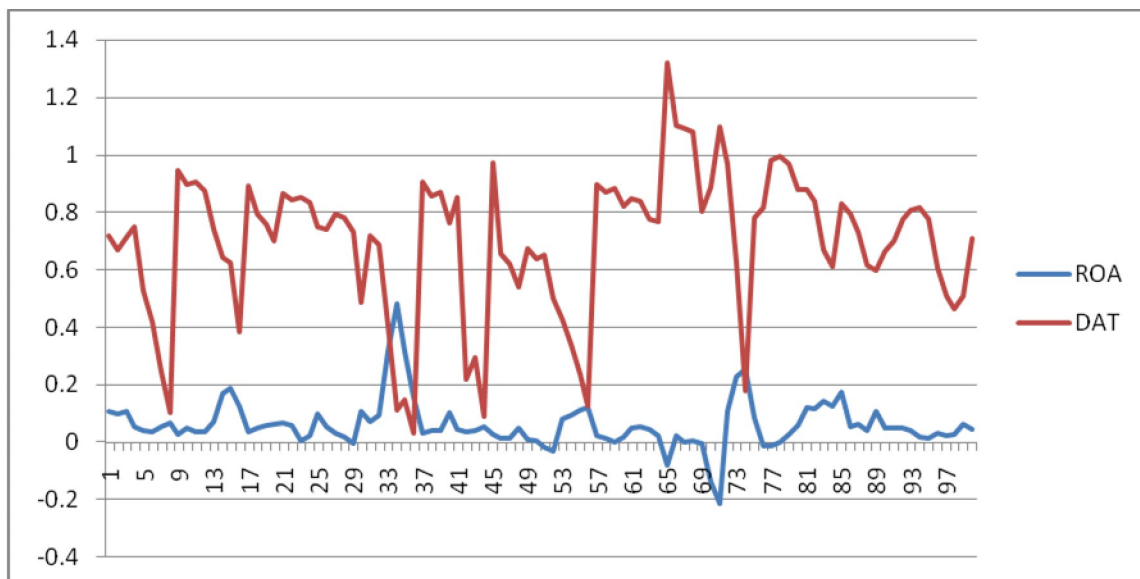
Shtojca 7.20. Lidhja midis FLEKS-it dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



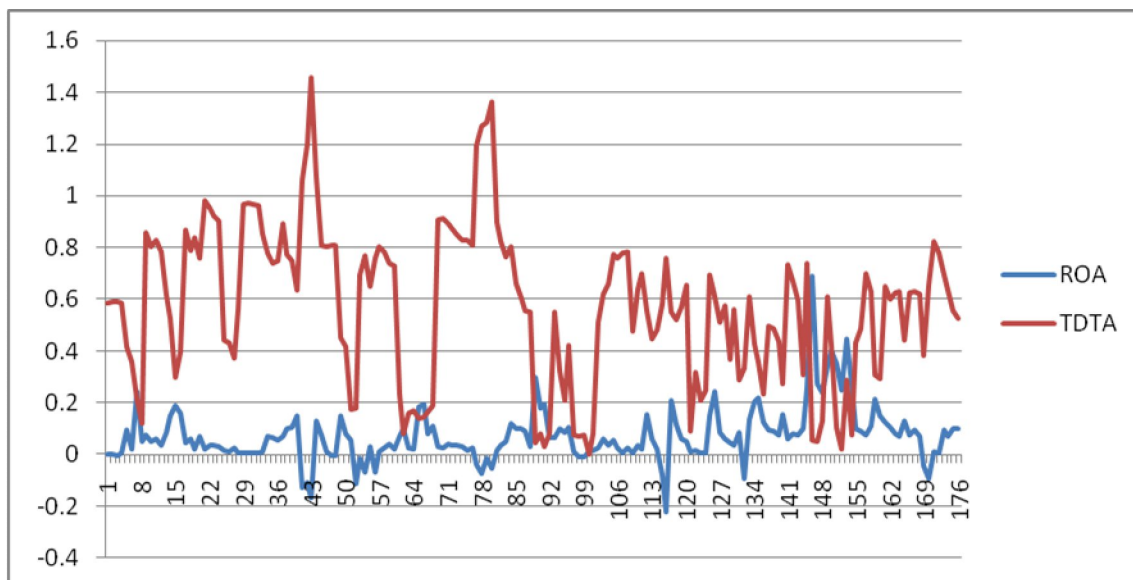
Shtojca 7.21. Lidhja midis PTSHA-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



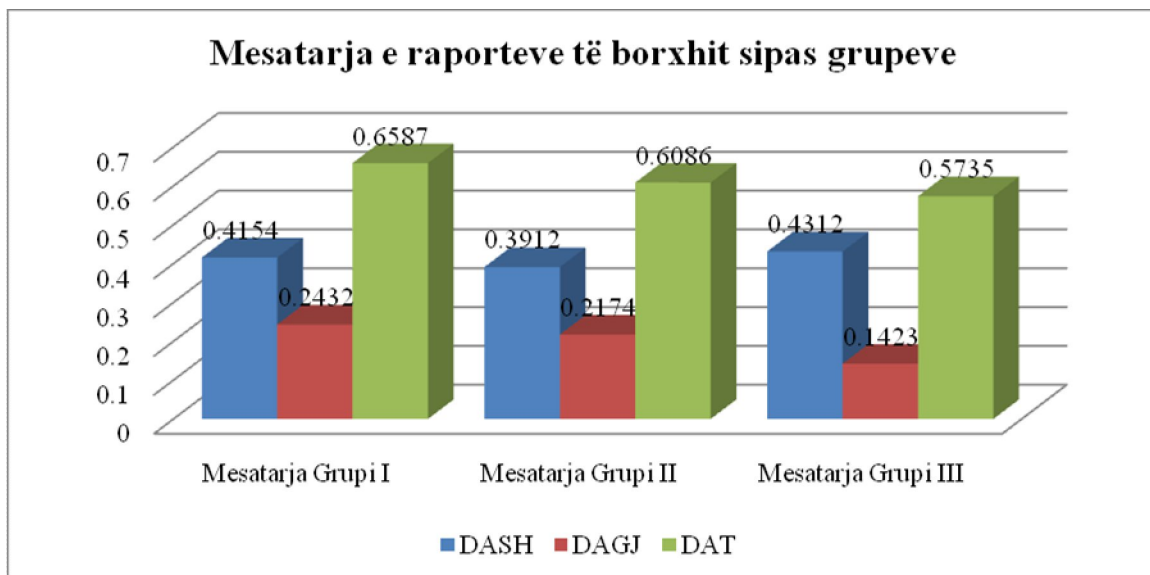
Shtojca 7.22. Lidhja midis GDP-së, INF-së, INT-së dhe DAT-së për 267 vrojtime gjatë periudhës 2008-2011



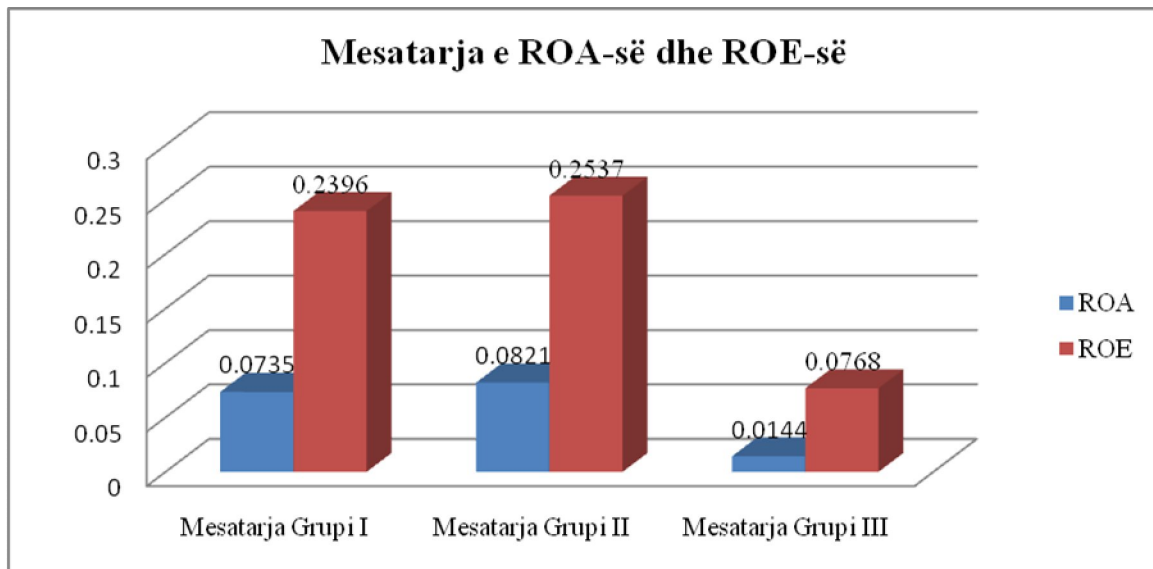
Shtojca 7.23. Lidhja midis DAT-së dhe ROA-së për firmat tregtare gjatë periudhës 2008-2011 (100 vrojtime)



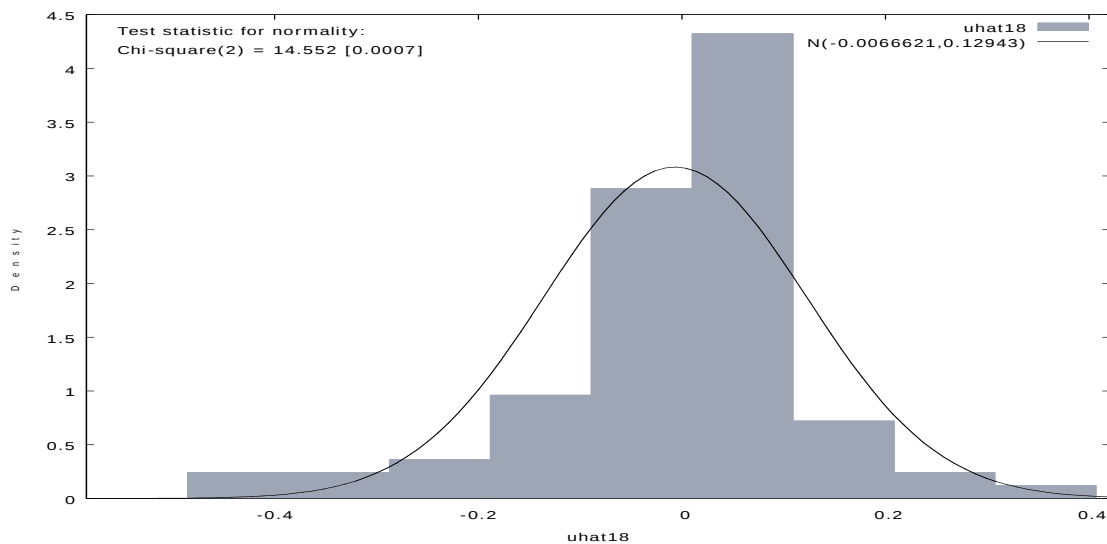
Shtojca 7.24. Lidhja midis DAT-së dhe ROA-së për firmat jotregtare gjatë periudhës 2008-2011 (176 vrojtime)



Shtojca 7. 25. Mesatarja e raporteve të borxhit për firmat e mëdha (Grupi I), firmat e mesme (Grupi II) dhe firmat e vogla (Grupi III) gjatë periudhës 2008-2011



Shtojca 7. 26. Mesatarja e raporteve të ROA-së dhe ROE-së për firmat e mëdha (Grupi I), firmat e mesme (Grupi II) dhe firmat e vogla (Grupi III) gjatë periudhës 2008-2011



Shtojca 7. 27. Histograma e rezidualëve dhe shpërndarja normale e modelit linear

Shënim: Kjo histogramë është derivuar nga vënia në regresion e faktorëve specifikë të firmës (ROA, ROE, TRUP, LIK, MADH, RISK, FLEKS dhe PTSHA) ndaj raportit të totalit të borxhit (DAT) për firmat e mëdha (Grupi I).

Shtojca 7. 28. Klasifikimi i SME-ve

Kategoria	Nr. i punonjësve	Xhiroja vjetore	Totali i aktiveve
Mikro	< 10	≤ € 2 milion	≤ € 2 milion
Të vogla	< 50	≤ € 10 milion	≤ € 10 milion
Të mesme	< 250	≤ € 50 milion	≤ € 43 milion

Burimi: Farvaque et al., 2009, f. 6.

Shtojca 7. 29. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve të raportit të totalit të borxhit (DAT) për grupin e firmave të mëdha (G1), të mesme (G2) dhe të vogla (G3)

Variab.	Model 1 (G I)	Model 2 (G I)	Model 3 (G I)	Model 4 (G II)	Model 5 (G II)	Model 6 (G II)	Model 7 (G III)	Model 8 (G III)	Model 9 (G III)
E Pavar.	DASH	DAGJ	DAT	DASH	DAGJ	DAT	DASH	DAGJ	DAT
Kost.	0.7827 **	-1.062 ***	-0.290	0.641	-0.5742	0.7019 *	0.5367	-0.4196	0.6917 *
ROA	-0.6594 *	-1.816 ***	-2.409 ***	-1.068 ***	-0.1332	-1.533 ***	-0.3282	-0.7589 **	-1.376 ***
ROE	0.5843 ***	0.2742 ***	0.8312 ***	0.204 ***	0.0084	0.2048 ***	0.0793	0.0833	0.2482 ***
TRUP	-0.567 ***	0.5584 ***	0.0053	-0.318 ***	0.4131 ***	0.1124	-0.207 *	0.3383 ***	0.1888 *
LIK	-0.012 ***	0.0110 ***	0.0010	-0.003 ***	0.0032 ***	-0.0001	-0.001 ***	0.0007 ***	-4e-05
MADH	-0.0094	0.0594 ***	0.0524 ***	-0.009	0.0397 *	-0.0003	0.0126	0.0207	-0.0022
RISK	-0.127 ***	0.0977 **	-0.086 ***	-0.003	0.0022	0.0049	0.0072 ***	0.0011	0.0082 ***
FLEKS	-0.0518	-0.1558 *	-0.239 ***	0.066	-0.116 **	-0.1098	-0.513 ***	0.1755 **	-0.313 ***
PTSHA	0.8258	-0.6249	-0.036	1.492 ***	-1.453 ***	-0.0545	-2.767 ***	0.2399	-2.995 ***
R-katror	0.8005	0.8168	0.8694	0.544	0.6523	0.4974	0.725	0.5339	0.7064
R-katror korrekt	0.7793	0.7973	0.8554	0.517	0.6317	0.4676	0.6686	0.4383	0.6462
F (8, 39)	37.6240	41.8092	62.394	20.17	31.665	16.702	12.854	5.5845	11.730
P-vlera (F)	2.99e-23	1.29e-24	4.85 e-30	8.39 e-20	1.69 e-27	4.88 e-17	7.76e-09	0.0001	2.59 e-08

Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.001 (1% nivel rëndësie).

Shtojca 7.29 paraqet një përmbledhje të modeleve të përfthuara nga grupimi i firmave në të mëdha, të mesme dhe të vogla.

8. REFERENCAT

- Abu-Rub, N., (2012): **Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Palestine Stock Exchange.** *Journal of Money, Investment and Banking*, 2012, Vol (23): 109-117.
- Abzari, M., Fathi. S., Nematizadeh, F., (2012): **Analyzing the Impact of Financial Managers' Perception of Macroeconomic Variables on Capital Structure of Firms Listed in Tehran Stock Exchange.** *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2012, Vol (1(3)): 131-141.
- Adizes, I., (1996): **The 10 Stages of Corporate Life Cycles.** An excerpt from Adizes' book *The Pursuit of Prime.* 1996. [Online]: www.baiconsultants.com/page3/files/The10StagesofCorporateLife.pdf.
- Agça, S., Mozumdar, A., (2004): **Firm Size, Debt Capacity, and Corporate Financing Choices,** W P, 2004: 1-55. [Online] <http://ssrn.com/abstract=687369>.
- Allen, D., (1999): **Transaction Costs.** *Department of Economics - Simon Fraser University*, W P No(0740): 893-926. [Online]: www.sfu.ca/~allen/allentransactioncost.pdf.
- Anderson, R.W., (2002): **Capital Structure, Firm Liquidity and Growth.** *National Bank of Belgium*, NBB W P No (27), 2002. [Online]: www.nbb.be/doc/ts/publications/wp/WP27en.pdf.
- Antoniou, A., Guney, Y. dhe Paudyal, K., (2002): **Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries.** *University of Durham, UK*, W P, 2002: 1-8.
- Baker, M., Wurgler, J., (2002): **Market Timing and Capital Structure.** *The Journal of Finance*, 2002, Vol (V11(1)): 1-32.
- World Bank, (2011): **World Development Indicators.** Washington D.C., USA.
- Banka e Shqipërisë, (2011): **Raporti Vjetor i Bankës së Shqipërisë 2011.** [Online]: www.bankofalbania.org/.../Raporti_Vjetor_2011_641
- Banka e Shqipërisë, (2012): **Raporti i Statistikor Mjor-Shtator 2012.** [Online]: www.bqk-kos.org/repository/.../2012/BMS%20nr%20130%20shqip.pdf.
- Bartholdy, J., Mateus, C., (2008): **Financing of SME's: An Asset Side Story.** *Conference: Financing of SMEs in Europe*, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Palais du Luxembourg, Paris, 2008.
- Bas, T., Muradoglu, G., Phylaktis, K., (2009): **Determinants of Capital Structure in Developing Countries.** *Cass Business School*, 106 Bunhill Row, London, U.K. WP, 2009: 1-37. [Online]: citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.175.6261.

- Basu, K., (2011): **Understanding Inflation and Controlling It**. *Economic and Political Weekly*, 2011, Vol (46(41)): 50-64.
- Bell, K., Vos, E., (2009): **SME Capital Structure: The Dominance of Demand Factors**. *22-nd Australasian Finance and Banking Conference, 2009*. [Online]: <http://ssrn.com/abstract=1456725>(August 2009).
- Bergh, C., (2009): **The GDP Paradox**. *Journal of Economic Psychology*, 2009, Vol (30):117-135.
- Bradley M., Jarrell G.A. , Kim E.H., (1984): **On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence**. *The Journal of Finance*, 1984, Vol (39(3)): 857-878.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., (2003): **Principles of Corporate Finance**. Seventh Edition: McGraw Hill: 2003.
- Brigham, E.F., Ehrhardt M.C., (2008): **Financial Management: Theory and Practice**. Twelfth Edition: Thomson Learning: 2008.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., (2001): **Capital Structures in Developing Countries**. *Journal of Finance*, 2001, Vol (56(1)): 87-130.
- Cani, Sh., Hadëri,S., (2002): **Sistemi Financiar Shqiptar në Tranzicion: Progres apo Brishtësi?** *Banka e Shqipërisë, Departamenti i Marrënieve Publike*, Dhjetor 2002. [Online]: www.bankofalbania.org/previewdoc.php?crd=2155&ln=1&uni.
- Cheng, S., Shiu, C., (2004): **Investor Protection and Capital Structure: International Evidence**. W P [Online]: www.finance.nsysu.edu.tw/SFM/15thSFM/.../107-616110758.
- Coase, R.H., (1992): **The institutional Structure of Production**. *The American Economic Review*, 1992, Vol (82(4)): 713-719.
- Chen, L. H., Jiang. G., (2001): **The Determinants of Dutch Capital Structure Choice**. *Faculty of Business and Economics, University of Groningen*, W P, 2001.
- Coase, R.H., (1960): **The Problem of Social Cost**. *Journal of Law & Economics*, 1960, Vol (3): 1-44.
- Corcoran, P., (1977): **Inflation, Taxes and Corporate Investment Incentives**. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1977, Vol (2): 1-9.
- Daskalakis, N., Psillaki, M., (2006): **The Determinants of Capital Structure of the SME's: Evidence from the Greek and the French Firms**. W P, [Online]: www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/psillaki_strasbg05.pdf.

- De Wet, JHvH., (2006): **Determining the Optimal Capital Structure: A Practical Contemporary Approach.** *Meditari Accountancy Research*, 2006, Vol (14(2)): 1-16.
- DeAngelo, H., Masulis, R.W., (1980): **Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation.** *Journal of Financial Economics*, 1980, Vol (8): 3-29.
- Deari, F., (2012): **Capital Structure: Same Evidence from Macedonian, Croatian and Slovenian Listed Companies.** *4-th International Scientific Conference: Economic Policy and EU Integration*, Durrës, Albania, 2012, Vol (2): 361-373.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G., (2004): **The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region.** *Journal of Multinational Financial Management*, 2004, Vol (14): 387-405.
- Degryse, H., Goeij, P., Kappert, P., (2009): **The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data.** *European Banking Center Discussion*, W P (No) 2009-03. [Online]: arno.uvt.nl/show.cgi?fid=94982.
- Denis, D., Milov, V., (2002): **The Choice among Bank Debt, Non-Bank Private Debt and Public Debt: Evidence From new Corporate Borrowings.** *Journal of Financial Economics*, 2002, Vol (70): 3-28.
- Dević, A., Krstić, B., (2001): **Comparative Analysis of the Capital Structure Determinants in Polish and Hungarian Enterprises-Empirical Study.** *Economics and Organization*, 2001, Vol (1(9)): 85-100.
- Diamond, D., (1989): **Reputation Acquisition in Debt Markets.** *The Journal of Political Economy*, 1989, Vol (97(4)): 828-862.
- Dincergok, B., Yalciner, K., (2011): **Capital Structure Decisions of Manufacturing Firms' in Developing Countries.** *Middle Eastern Finance and Economics*, 2011, Vol (12): 86-100.
- Dragotă, I. M., Dragotă, V., Obreja, B.L., Semenescu, A., (2008): **Capital Structure Determinants: A Sectorial Analysis for the Romanian Listed Companies.** *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 2008, Vol (42(1-2)): 155-172.
- Dragotă M., Semenescu, A., (2008): **A Dynamic Analysis of Capital Structure Determinants. Empirical Results for Romanian Capital Market.** *Theoretical and Applied Economics*, 2008, Vol (4(521)): 65-80.

- Drobetz, W., Fix, R., (2003): **What are the Determinants of the Capital Structure ? Some Evidence for Switzerland.** *University of Basel, Departament of Finance*, W P, No (4/03), 2003.[Online]: citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download.
- Duca, F., (2012): **What Determines the Capital Structure of Listed Firms in Romania.** CES W P,2012, Vol (3a): 523-531.[Online]: http://ceswp.uaic.ro/articles/CESWP2012_IV3a_DUC.psdf.
- Dudley,E., (2007): **Testing Models of Dynamic Trade off Theory.**W P.[Online]: www.danielrettl.com/DanisRettl_TradeoffTheory_2011.pdf.
- Donaldson, C., (1961): **Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinants of Corporate Debt Capacity.** *Division of Research, Harvard University*.
- Fama, E.F., French, K.R., (2002): **Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt.** *Review of Financial Studies*, 2002,Vol (15): 1-33.
- Fan, J., Titman, Sh., Twite, G., (2004): **An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices.** W P, 2004:1-54. [Online]: www.af.polyu.edu.hk/seminer_abstract/Fan_3Oct03.pdf.
- Feldstein, M., Green, J., Sheshinski, E., (1978): **Inflation and Taxes in a Growing Economy with Debt and Equity Finance.** *Journal of Political Economy*, 1978,Vol (86): 53-70.
- Fernandez, M., (2012): **Valuing Companies by Cash Flow Discounting:Ten Methods and Nine Theories.** *International Conference on Excellence in Business*, University of Sharjah, United Arab Emirates, 2012.
- Fischer, G., (2011): **Investment Choice and Inflation Uncertainty.** *London School of Economics*, W P, 2011:1-28, [Online]: siteresources.worldbank.org/INTFR/.../GregFischer_Mar_2011.pdf.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., (2007): **Trade-off and Pecking Order Theories of Debt**, in B.E. Eckbo, (ed.) *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*,2007, Vol (2), In: *Handbook of Finance Series*, Elsevier/North-Holland, Amsterdam.
- Frank, M. Z., Goyal, V.K., (2003): **Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.** *Journal of Financial Economics*, 2003,Vol (67): 217-248.
- Frank M. Z., Goyal. V.K., (2005): **Trade-off and Pecking Order Theories of Debt.** *University of British, Columbia*. W P, 2005.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., (2009): **Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?** *Financial Management*, 2009,Vol (38): 1-37.

- Frielinghaus, A., Mostert, B., Firer, C., (2005): **Capital Structure and the Firm's Life Stage.** *S.Afr.J.Bus.Manage*, 2005, **Vol** (36(4)):9-18.
- Golob, J., (1994): **Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation?** *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1994:27-38. [Online]: www.kc.frb.org/publicat/econrev/pdf/3q94golb.pdf.
- Gordon, R.H., (1982): **Interest Rates, Inflation, and Corporate Financial Policy.** *Brookings Papers on Economic Activity*, 1982, 461-481.
- Gosh, C., Nag, R., Sirmans, C.F., (2000): **The Pricing of Seasoned Equity Offerings: Evidence from REITs.** *Real Estate Economics*, 2000, **Vol** (28(3)): 363-394.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., (2001): **The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field.** *Journal of Financial Economics*, 2001, **Vol** (60 (2-3)): 187-243.
- Grossman, S.J., Hart, O.D., (1982): **Corporate Financial Structure and Managerial Incentives.** In: *The Economics of Information and Uncertainty*: John McCall Editor, 1982: 107-140.
- Gujarati, N., (2004): **Basic Econometrics.** McGraw Hill Companies, New York, 2004.
- Gulati, D., Zantout, Z., (1997): **Inflation, Capital Structure, and Immunization of the Firm's Growth Potential.** *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 1997, **Vol** (10(1)): 77-90.
- Gurcharan, S., (2010): **A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries.** *International Research Journal of Finance and Economic*, 2010, **Vol** (47): 30-41.
- Hackbarth, D., Hennessy, C., Leland, H., (2007): **Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure?** *The Review of Financial Studies*, 2007, **Vol** (20(5)): 1389-1428.
- Hancock, G., (2009): **Toward an Understanding of the Capital Structure of Friend and Family Financing.** ISBE 2009. [Online] :conferencewww.isbe.org.uk/content/assets/BP09-GaryHancock.pdf.
- Harris, M., Raviv, A., (1990): **Capital Structure and the Informational Role of Debt.** *Journal of Finance*, 1990, **Vol** (45): 321-349.
- Harris, M., Raviv, A., (1991): **The Theory of Capital Structure.** *Journal of Finance*, 1991, **Vol** (46): 297-356.
- Hatfield, G., Cheng, L., Davidson, W., (1994): **The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value.** *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 1994, **Vol** (7(3)): 1-14.
- Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S., (2001): **The Debt-Equity Choice.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2001, **Vol** (36): 1-24.

- Hovakimian, A., Hovakimian, G., Tehranian, H., (2004): **Determinants of Target Capital Structure: The Case of Combined Debt and Equity Financing.** *Journal of Financial Economics*, 2004, Vol (71): 517–540.
- Huang, R., Ritter, J.R., (2004): **Testing the Market Timing Theory of Capital Structure.** *University of Florida*, 2004:1-55. [Online]: www3.nd.edu/~pschultz/HuangRitter.pdf.
- Huang, S.H., Song, F.M., (2004): **The Determinants of Capital Structure: Evidence from China.** *School of Economics and Finance and Centre for China Financial Research*, University of Hong Kong, China, W P, 2004.
- Ibrahimi, F., Salko, D., (2001): **Sistemi Financiar në Shqipëri.** *Konferenca Nacionale e Bankës së Shqipërisë*, 2001.
- Ibrahimio, M.V., Barros, C.P., (2010): **Capital Structure, Risk and Asymmetric Information: Theory and Evidence.** *School of Economics and Management Technical*, University of Lisbon, W P, 0874-4548, 2010. [Online]: pascal.iseg.utl.pt/~cesa/files/WP_DE_CESA2010.pdf.
- INSTAT, (2011): **Rezultatet e Anketës Strukturore të Ndërmarrjeve**, 2011.
- INSTAT, (2010): **Albania in Figures 2010**.
- Jensen, M., (1986): **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.** *American Economic Review*, 1986, Vol (76(2)): 323-329.
- Jensen, M., (2001): **Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function.** *European Financial Management*, 2001, Vol (7(3)): 297-317.
- Jensen, M, Meckling, W., (1976): **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.** *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol (3): 305-360.
- Joeveer, K., (2006): **Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Sountries.** *Center for Economic Research and Graduate Education*, Academy of Sciences of the Czech Republic Economics Institute, W P No(306): 1-24, 2006 [Online]: <http://ssrn.com/abstract=1130306>.
- John, K., William, J., (1985): **Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium.** *The Journal of Finance*, 1985, Vol (40(4)): 1053-1070.
- Jou, J., Lee, T., (2004): **Debt Overhang, Costly Expandability and Reversibility, and Optimal Financial Structure.** *Journal of Business Finance & Accounting*, 2004, Vol (31(7-8)): 1191-1222.
- Kasseeah, H., (2008): **Financing Decisions and Financial Constraints: Evidence from the UK and China**, Phd Dissertation, University of Nottingham, UK, 2008.

- Klein, L., O'Brien, T., Peters, S., (2002): **Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review**. *The Financial Review*, 2002, Vol (37): 317-350.
- Korajczyk, R., Levy, A., (2003): **Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints**. *Journal of Financial Economics*, 2003, Vol (68), 75-109.
- Kumar, J., (2005): **Capital Structure and Corporate Governance**. *Xavier Institute of Management*, Bhubaneswar, India (751-013), 2005:1-35.
- Ligji Nr.10091, datë 05.03.2009 mbi “**Auditimin ligjor, organizimin e profesionit të ekspertit kontabël të regjistruar dhe të kontabilistit të miratuar**”, Kreu 4, Neni 41 mbi personat juridikë që detyrohen për auditimin ligjor të pasqyrave financiare, pika c (i) dhe c (ii).
- Lopez-Gracia J., Sogorb-Mira, F., (2008): **Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs**. *Small Bus Econ*, 2008, Vol (31): 117–136.
- Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K., Ljubenović, E., (2014): **The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia**. *European Research Studies*, 2013, Vol (XVI (2)): 98-119.
- Mahmud, M., Herani, G., Rajar, A., Farooqi W., (2009): **Economic Factors Influencing Corporate Capital Structure in Three Asian Countries: Evidence from Japan, Malaysia and Pakistan**. *Indus Journal of Management & Social Sciences*, 2009, Vol (3(1)):9-17.
- Markopoulou, M., Papadopoulos, D., (2008): **The Capital Structure of Companies Listed in the Greek Stock Exchange**. *EuroEconomica*, 2008, Vol (21(2)): 73-89.
- Martin, J., (2008): **Shareholder Value Maximization. Is there a Role for Corporate Social Responsibility?** *Baylor University*, [Online]: <http://ssrn.com/abstract=1259985>.
- Mateus, C., (2006): **Taxes and Corporate Debt Policy : Evidence from Unlisted Firms of Sixteen European Countries**. *The Aarhus School of Business*, Denmark, W P, 2006:1-68
[Online]: bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/6EBF/paper/view/1325/445 .
- Mehran, H., (1992): **Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, Vol (27): 59 -71.
- Miller, M., (1977): **Debt and Taxes**. *Journal of Finance*, 1977, Vol (32): 261-275.
- Miller, M., (1988): **The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years**. *The Journal of Economic Perspectives*, 1988, Vol (2(4)): 99-120.
- Modigliani, F., Miller, M., (1963): **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**. *American Economic Review*, 1963, Vol (53), 443-453.

- Modigliani, F., Miller, M., (1958): **The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment.** *American Economic Review*, 1958, Vol (48): 261-297.
- Mohapatra, A.K., (2012): **Profitability, Operations Leverage and Industry Class as Determinants of Corporate Capital Structure: A Study on Select Non Government and Non Financial Companies in India.** *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2012, Vol (3(10)):1-5.
- Morellec, E., (2001): Asset liquidity, **Capital Structure and Secured Debt.** *Journal of Financial Economics*, 2001, Vol (61): 173 -206.
- Mostarac, E., Petrovic, S., (2013): **Determinants of Capital Structure of Croatian Enterprises Before and During the Financial Crisis.** *UTMS Journal of Economics*, 2013, Vol (4(2)): 153-162.
- Muhammad, M. (1999): **Factors Influencing Capital Structure in Three ASIAN Countries. Japan, Malaysia And Pakistan.** Phd Dissertation.
- Mutenheri, E., Green, C.J., (2002): **Financial Return and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe.** *Department of Economics*, Loughborough University, Economic Research Paper. No (0215), 2002.
- Myers, S., Majluf, S., (1984): **Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have.** *Journal of Financial Economics*, 1984, Vol (13): 187-221.
- Myers, S., (1977): **Determinants of Corporate Borrowing.** *Journal of Financial Economics*, 1977, Vol (5) 147-175.
- Myers, S., (1984): **The Capital Structure Puzzle.** *Journal of Finance*, 1984, Vol (39): 575-592.
- Myers, S., (2001): **Capital structure.** *Journal of Economic Perspectives*, 2001, Vol (15(2)): 81-102.
- Niu, X., (2008): **Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants.** *International Journal of Business and Management*, 2008, Vol (3(3)):133-139.
- Nivorozhkin, E., (2002): **Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary.** *The Developing Economies*, 2002, XL-2: 166-187.
- Owolabi, S., Inyang, U., (2012): **Determinants of Capital Structure in Nigerian Firms: A Theoretical Review.** *Canadian Journal of Accounting and Finance*, 2012, Vol (1(1)): 7-15.
- Onaolapo, A., Kajola, S., (2010): **Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria.** *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 2010, Vol (25): 70-82.

- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999): **The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings**. *Journal of Financial Economics*, 1999, **Vol** (52): 3-46.
- Pandey, I., (2002): **Capital Structure and Market Power Interaction: Evidence from Malaysia**. *Indian Institute of Management, W P*, 2002:1-19,[Online]: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=322700.
- Paydar, M., Bardai, B., (2012): **Leverage Behavior of Malaysian Manufacturing Companies a Case Observation of the Industrial Sector's Companies in Bursa Malaysia**. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2012,**Vol** (90): 54-65.
- Pearson, C., Titman, SH., (2009): **Empirical Capital Structure: A Review**. *Foundations and Trends in Finance* , 2009,**Vol** (3(1)): 1-93.
- Prahalathan, B., (2010): **The Determinants of Capital Structure: An empirical Analysis of Listed Manufacturing Companies in Colombo Stock Exchange Market in Sri Lanka**. *ICBI-University of Kelaniya*. Sri Lanka, W P, 2010:1-15,[Online]: www.kln.ac.lk/uokr/ICBI2010/27.pdf.
- Prendi, L., dhe Xhaferri, B., (2012): **Alternative Theories of Capital Structure**. *4-th International Scientific Conference: Economic Policy and EU Integration*, Durrës, Albania,2012,**Vol** (2): 508-518.
- Psillaki, M., Daskalakis, N., (2008): **Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific? Evidence from SMEs**. *Small Business Economics*, 2008, **Vol** (33(3)):319-333. [Online]:<http://ssrn.com/abstract=1341860>.
- Rajan, R., Winton, A., (1995): **Covenants and Collateral as Incentives to Monitor**. *Journal of Finance*,1995,**Vol** (50(4)): 1113-1146.
- Rajan, G., Zingales, L., (1995): **What do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**. *Journal of Finance*, 1995, **Vol** (50): 1421-1460.
- Ramlall, I., (2009): **Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory**. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2009, **Vol** (31): 83-92.
- Republic of Albania, Ministry of Energy, Transport and Economy, (2007): **Programi Strategjik për Zhvillimin e SME-ve për Periudhën 2007-2009**. 2007. [Online]: www.mete.gov.al/.../20070713105531_programit_sm.

- Riaz, F., (2011): **Macroeconomic Conditions and Firm's Choices of Capital Structure: Evidence from Pakistan's Manufacturing Sectors.**
- Roden, D., Lewellen, W.G., (1995): **Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts.** *Financial Management*, 1995, Vol (24): 76-87.
- Roshan, B., (2009): **Capital Structure and Ownership Structure: A Review of Literature.** *The Journal of Online Education*, New York, 2009, 1-8.
- Ross, S. A., (1977): **The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach.** *Bell Journal of Economics*, 1977, Vol (8), 23-40.
- Saddour, K. (2006): **The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms.** *Centre de la Recherches sur la Gestion*, Universite Dauphine, Paris, No.2006-6, 2006. [Online]: http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200606.pdf.
- Saeed, A., Scheuermann, I., (2008): **Impact of Financial Liberalization on SMEs' Financial Sources: Bank Debt and Trade Credit.** *Annual London Conference On Money, Economy and Management 2008*.
- Saeedi, A., Mahmoodi, I., (2011): **Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies.** *International Research Journal of Finance and Economics*, 2011, Vol (70): 20-29.
- Saledi, M., Manesh, N., (2012): **A Study of the Roles of Firm and Country on Specific Determinates in Capital Structure: Iranian Evidence.** *International Management Review*, 2012, Vol (8(2)) :51-62.
- Sarlija, N., Harc, M., (2012): **The Impact of Liquidity on the Capital Structure: A Case Study of Croatian Firms.** *Business Systems Research*, 2012, Vol (3(1)): 30-36.
- Swinnen, S., Voordeckers, W., Vandemaele, S., (2005): **Capital Structure in Smes: Pecking Order Versus Static Trade-off, Bounded Rationality and the Behavioural Principle.** *European Financial Management Association, Annual Meetings*, 2005, Milan, 1-40. [Online]: www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen_paper.pdf.
- Sen, M., Oruc, E., (2008): **Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market).** *International Research Journal of Finance and Economics*, 2008, Vol (21): 19-26.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., (2010): **Are Trade-off and Pecking Order Theories Mutually Exclusive in Explaining Capital Structure Decisions?** *African Journal of Business Management*, 2010, Vol (4(11)): 2216-2230.

- Shala, A., Ahmeti, S., Berisha, V., Perjuci, E., (2014): **The Factors that Determine the Capital Structure among Insurance Companies in Kosovo: Empirical Analysis.** *Academic Journal of Interdisciplinary Studies, MCSER Publishing*, 2014, Vol (3 (2)): 43-50.
- Shahjahanpour, A., Ghalambor, H., Aflatooni, A., (2010): **The Determinants of Capital Structure Choice in the Iranian Companies.** *International Research Journal of Finance and Economics*, 2010, Vol (56): 167-178.
- Shyam-Sunder, L., Myers, S. C., (1999): **Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure.** *Journal of Financial Economics*, 1999, Vol (51): 219-244.
- Smith, C., Watts, R., (1992): **The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies.** *Journal of Financial Economics*, 1992, Vol (32): 263-292.
- Sogorb-Mira, F., Lopez-Gracia, J., (2003): **Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure.** *Instituto Valenciano De Investigaciones Económicas, S.A., WP-EC 2003-09.* [Online]: www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf.
- Song, J., Philippatos, G., (2004): **Have we Resolved Some Critical Issues Related to International Capital Structure? Empirical Evidence from the 30 OECD Countries.** *University of Tennessee, USA, W P*, 2004.
- Stuls, R., (1990): **Managerial Discretion and Optimal Financing Policies.** *Journal of Financial Economics*, 1990, Vol (26): 3-27.
- Taggart, R.A., (1995): **Secular Patterns in the Financing of U.S Corporations.** In. *Corporate Capital Structures in the United States*, University of Chicago Press, 1995: 13-80.
- Titman, S., Wessels, R., (1988): **The Determinants of Capital Structure Choice.** *Journal of Finance*, 1988, Vol (43): 1-19.
- Torres-Reyna, O., **Data preparation and descriptive statistics.** Princeton University. In press, www.princeton.edu/~otorres/DataPrep101.pdf. (qasur më 10 Korrik 2013).
- Umaru, A., Zubairu, A., (2012): **Effect of Inflation on the Growth and Development of the Nigerian Economy (An Empirical Analysis).** *International Journal of Business and Social Science*, 2012. Vol (3(10)): 183-191.
- Vătavu, S., (2012): **Determinants of Capital Structure: Evidence from Romanian Manufacturing Companies.** *Advanced Research in Scientific Areas*, 2012, December, 3-7: 670-673. International Virtual Conference, Financing and Accounting Section. [Online]: <http://www.arsa-conf.com>.

- Warner, J., (1977): **Bankruptcy Costs: Same Evidence**. *The Journal of Finance*, 1977, **Vol** (32(2)): 337-347.
- Welch, I., (2004): **Capital Structure and Stock Returns**. *The Journal of Political Economy*, 2004, **Vol** (112(1)), 106-132.
- World Economic Forum, (2011): **Global Competitiveness Report 2011-12**. [online]:www3.weforum.org/docs/WEF_GCR_Report_2011-12.pdf.
- World Bank, (2011): **World Development Indicators**. Washington D.C., USA.
- Xu, J., (2012): **Profitability and Capital Structure: Evidence from Import Penetration**. *Journal of Financial Economics*, 2012, **Vol** (106): 427-446.
- Zeitun, R., Tian, G., (2007): **Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan**. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 2007, **Vol** (1(4)): 40-61.
- Zhang, R., Kanazaki, Y., (2008): **Testing the Pecking Order: Evidence from Japanese Firms**. W P, 2008:1-9. [Online]: www.pbfeam2008.bus.qut.edu.au/papers/.../RongrongZhang_Final.pdf.

PUBLIKIME TË AUTORIT:

- Çekrezi, A., Idrizi, A., (2014): **Tregje dhe Institucione Financiare**, Tekst Universitar për Studentët e Ciklit Master, Tiranë (ISBN: 978-9928-4234-9-8).
- Çekrezi, A., Kukeli, A., (2013): **Capital Structure and Firm Performance: A Case of Small Non-Listed Commercial Firms**, *Journal of International Finance and Economics*, **Vol** (13(3)): 77-81, USA (ISSN: 1555-6336).
- Çekrezi, A., (2013): **The Determinants of Capital Structure: Evidence from Albania**, *Academic Journal of Interdisciplinary Studies-MCRER*, **Vol** (2(9)): 370-376, Rome, Italy (ISSN: 2281-3993) **Global Impact Factor-0.682**.
- Çekrezi, A., (2013): **Analysing the Impact of Firm's Specific Factors and Macroeconomic Factors on Capital Structure: A case of Small non-listed firms in Albania**, *Research Journal of Finance and Accounting*, **Vol** (4(8)): 90-95, UK (ISSN: 2222-1697) **Index Copernicus Impact Factor-6.26**.
- Çekrezi, A., (2013): **Impact of Firm Specific Factors on Capital structure Decision: An Empirical study of Albanian Firms**, *European Journal of Sustainable Development*, **Vol** (2(4)): 135-148, Rome, Italy (ISSN: 2239-5938) **Global Impact Factor-0.405**.

- Çekrezi, A., (2013): **A Literature Review of the Trade-off Theory of Capital Structure**, *Iliria International Review*, Vol (1): 125-133, Prishtina, Kosova (ISSN: 2192-7081).
- Çekrezi, A., (2012): **International Trade Barriers**, *Society Internationalization-Effectivity and Problems*, Year 2, No (2): 111-114, Peja, Kosova (ISSN: 2232-8742).
- Çekrezi, A., (2011): **The Economy Role of Sme-s and Same Problematic of Financing them**, *Stable Local Development Challenges and Opportunities*, Year 1, No (1): 187-190, Peja, Kosova (ISSN: 2232-87-42).

PJESMARRJE NË AKTIVITETE SHKENCORE

- Çekrezi, A., (2013): **A Literature Review of the Trade-off Theory of Capital Structure**, Second International Conference on “Regional Challenges for the Sustainable Development”, Faculty of Economics “A-Xhuvani” University, Elbasan, Albania, 26 October 2013 (p.140-148, ISBN: 978-9928-115-30-0).
- Çekrezi, A., (2013): **Capital Structure and Firm Performance: A Case of Small Non-Listed Commercial Firms**, The Annual Las-Vegas Conference: “2013 Las Vegas Conference”, International Academy of Business and Economics-USA, 13-15 October 2013 (published into the Journal of International Finance and Economics).
- Çekrezi, A., (2013): **The Determinants of Capital Structure: Evidence from Albania**, Third International Conference on “Human and Social Sciences”, Rome, Italy, 22-24 September (No(1): 370-376, ISBN: 978-8-834681-67-1).
- Çekrezi, A., (2013): **Impact of Firm Specific Factors on Capital structure Decision: An Empirical study of Albanian Firms**, Canadian Institute of Technology, Tirana, Albania, 19-20 April 2013 (Book of Abstracts: p. 22, ISSN: 2239-5938).
- Çekrezi, A., (2013): **The Determinants of Capital Structure: A Case of Small Non-Traded Firms in Albania**, The First International Global Virtual Conference, Publishing Institution of the University of Zilina, Slovak Republic, 8-12 April 2013 (p.129-134, ISBN: 978-80-554-0649-7).
- Çekrezi, A., (2013): **Capital Structure and Firm Performance: A review of Literature**, First International conference on “South-East-European Countries toward European Integration”, Faculty of Economics “A-Xhuvani” University, Elbasan, Albania. 20 October 2012 (Book of Abstracts, p. 20, ISBN: 978-9928-115-133) and (Proceeding: p.79-84, ISSN: 2221-5956).
- Çekrezi, A., (2012): **The Process of Valuating Sme-s**, Fourth International Scientific Conference on “Economic Policy and EU Integration, Faculty of Business “A-

Moisiu” University, Durrës, Albania, 20-21 April 2012 (p. 136-144, ISBN: 978-99956-818-76).

Çekrezi, A., (2011): **Fdi in Developing Countries, Case of Albania**, Fourth International Scientific Conference on “Economic and Social Challenges 2011, Globalization and Sustainable Development”, University of Tirana, Albania, 9-10 December 2011 (p. 66-72, ISBN: 978-99956-95-26-2).

Çekrezi, A., (2011): **Foreign Direct Investments in Albanian Tourism**, Second International Tourism Conference on “Challenges of Sustainable Tourism Development”, Shkodra University, Albania, 4 November 2011 (p.139-153, ISBN: 978-9928-4011-68).

Çekrezi, A., Çela, M., (2010): **Roli i Sme-ve në Zhvillimin e Qëndrueshem të Shqipërisë**, Alb-Shkenca Institute, 2-5 Shtator 2010 (Përmbledhje e Punimeve Shkencore të Takimit të Pestë të Institutit Alb Shkenca, p. 324, ISBN: 978-9928-40001-78).

Çela, M., Çekrezi, A., (2010): **The Role of Tourism in the Economy and the Strategies of Improving it**, The First International Conference for “Research in Tourism Hospitality and Leisure”, Shkodra University, Albania, 1 October 2010 (p. 23-34, ISBN: 978-99956-45-56-9).

Shingjergji, A., Çekrezi, A., (2010): **The Global Financial Crisis and its Influence in the Emigrant’s Remittances, Banking System and on Trade Balance in Albania**, Regional Conference, Bulgaria, 23-25 September 2010 (p.150-156).

Abstrakt

Ky studim përpiqet që të studiojë ndikimin e faktorëve specifikë të firmave si dhe të faktorëve makroekonomikë në vendimin e strukturës së kapitalit të 69 firmave të palistuar, të cilat operojnë në Shqipëri gjatë periudhës 2008-2011. Në këtë disertacion janë përdorur raporti i detyrimeve afatshkurtra ndaj totalit të aktiveve, raporti i detyrimeve afatgjata ndaj totalit të aktiveve dhe totali i detyrimeve ndaj totalit të aktiveve si variabla të pavarur si dhe ROA-në, ROE-në, trupëzimin, likuiditetin, madhësinë, rrezikun e biznesit, fleksibilitetin financiar, përfitimin tatimor nga shpenzimet joborxh, normën e rritjes së GDP-së, normën e inflacionit dhe normën e interesit si variabla të pavarur. Investigimi përdor të dhënat kryq-seksionale të serive kohore, të cilat janë mbledhur nga Pasqyrat Vjetore të Balanceve, dokumenti zyrtar i dorëzuar pranë Zyrës Shtetërore të Tatimeve. Ky studim vërtetoi se ROA-ja (fitimi neto ndaj totalit të aktiveve), ROE-ja (fitimi neto ndaj totalit të aktiveve), trupëzimi (aktive fikse ndaj totalit të aktiveve), madhësia (logaritmi natyror i aktiveve), rreziku (devijimi standart i EBIT-it ndaj vlerës mesatare të EBIT-it), fleksibiliteti (mjete monetare ndaj aktiveve korente), norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe norma e interesit kanë ndikim të rëndësishëm mbi strukturën e kapitalit (e matur përmes raportit të totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve). Ndërsa likuiditeti (aktive korente ndaj detyrime korente) dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet joborxh (shpenzime amortizimi ndaj totalit të aktiveve) rezultuan të kenë ndikim negativ por të parëndësishëm mbi raportin e totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve. Gjithashtu ky studim teston nëse zgjedhja e strukturës së kapitalit varet nga industria. Rezultatet treguan se diferencat në zgjedhjen e strukturës së kapitalit midis firmave tregtare dhe jotregtare janë të rëndësishme vetëm për raportin e totalit të detyrimeve ndaj totalit të aktiveve.

Fjalë kyçe: Shqipëri, struktura e kapitalit, faktorët specifikë të firmave, faktorët makroekonomikë.

JEL kodet: G3, G31, G32

Abstract

This study attempts to explore the impact of firm specific factors and macroeconomic factors on capital structure decision for a sample of 69 non-listed firms, which operate in Albania, over the period 2008-2011. In this dissertation are used short-term debt to total assets, long-term debt to total assets and total debt to total assets as dependent variable and ROA, ROE, tangibility, liquidity, size, business risk, financial flexibility, non-debt tax shields, GDP growth rate, inflation rate and the prime lending rate as independent variables. The investigation uses cross-sectional time series data which are collected from the Balance Sheet Annual Reports, the official document delivered to the State Tax Office. This study found that ROA (net earnings to total assets), ROE (net earnings to total equity), tangibility (fixed assets to total assets), size (natural logarithm of total assets), risk (standard deviation of EBIT to average value of EBIT), financial flexibility (money to current assets), GDP growth rate, inflation rate and interest rate have a significant impact on leverage (measured through total debt to total assets). Whether liquidity (current assets to current liabilities) and non-debt tax shields (amortization to total assets) have a negative but not a significant relation with total debt to total asset ratio. Also the study tests if the capital structure choice of firms depends on the industry it belongs. The results revealed that the difference in capital structure choice among commercial and non-commercial firms is significant only for the ratio of total debt to total assets and not for the other measures of leverage.

Keywords: Albania, capital structure, firm's specific factors, macroeconomics factors.

JEL code: G3, G31, G32

