



**UNIVERSITETI MESDHETAR I SHQIPËRISË
FAKULTETI I SHKENCAVE EKONOMIKE
DEPARTAMENTI FINANCË, BANKË DHE KONTABILITET**

DISERTACION
Doktoratë në Shkenca Ekonomike

**FAKTORËT SPECIFIKË TË STRUKTURËS SË BORXHIT
TË FIRMAVE NË QARKUN E TIRANËS: PERSPEKTIVAT
TEORIKE DHE EVIDENCAT EMPIRIKE**

Doktorant:
MSc. Elvis XHORI

Drejtues shkencor:
Prof. Dr. Greta ANGJELI

Tiranë, 2025

Autorësia

© Copyright, Elvis XHORI, 2025

Përmbajtja e këtij punimi është krejtësisht autentike. I jap Universitetit Mesdhetar të Shqipërisë, të drejtën e përdorimit të pjesshëm apo të plotë të tij.

Unë, i nënshkruari Elvis XHORI, deklaroj se kjo temë përfaqëson punimin tim origjinal, përveç rasteve të citimeve dhe referencave, si dhe nuk është përdorur më parë në këtë universitet apo në universitete të tjera. Mendimet e shprehura në këtë temë janë të autorit dhe nuk përfaqësojnë ato të Universitetit Mesdhetar të Shqipërisë.

Elvis XHORI

Tiranë, 2025

*Familjes sime,
për kohën e munguar pranë tyre.*

Mirënjohje dhe falënderime

Ky realizim nuk do ishte i mundur pa praninë dhe përkrahjen e rëndësishme të shumë personave, të cilëve gjej rastin t'iu shpreh mirënjohjen dhe falenderimet e mia, që kanë qënë pjesë e suksesit tim. Dua të falnderoj së pari udhëheqësin tim, **Prof. Dr. Greta ANGJELI**, e cila me durimin, përkushtimin maksimal, optimizmin dhe profesionalizmin e lartë që e karakterizon, më mbështeti dhe këshilloi në çdo pjesë të punës sime shkencore. Bashkë me Ju profesoreshë, arrita të realizoj një punim sa të vështirë aq ambicioz dhe interesant. Gjithashtu dua të shpreh mirënjohje për të gjithë *profesorët e Departamentit Financë, Bankë Kontabilitet* në Universitetin Mesdhetar të Shqipërisë, të cilët me sugjerimet dhe kritikën e tyre, ndihmuan në ecurinë dhe përmirësimin e punimit tim. Në veçanti falnderoj profesorët e nderuar *Prof. As. Dr. Nikollaq PANO dhe Prof. Dr. Lindita LATI* prej të cilëve nuk më munguan asnjëherë këshillat dhe inkurajimi gjatë kohës së realizimit të temës dhe kanë qënë një shtysë dhe ndihmë me shumë vlerë në përpjekjet dhe arritjet e mia. Mirënjohje dhe një falenderim special shkon për *familjarët, prindërit, bashkëshorten Denalda dhe dy djemtë e mi* si bashkëudhëtarët më të palodhur në këtë rrugëtim të rëndësishëm për mua, gjatë së cilit pa mbështetjen morale dhe ngrohtësinë e tyre, nuk do të kisha arritur këto rezultate.

JU FALEMINDERIT!

Abstrakti

Firmat përgjatë aktivitetit të tyre vazhdimisht kërkojnë burime të qëndrueshme financimi që prej themelimit dhe gjatë fazave të zhvillimit, me qëllim mbështetjen e rritjes së qëndrueshme të aktiveve dhe maksimizimin e vlerës së aksioneve. Struktura optimale e kapitalit është thelbësore për sigurimin e burimeve të qëndrueshme financiare që ndihmojnë në financimin e zgjerimit të aktiveve dhe rritjen e vlerës së aksioneve, duke kontribuar kështu në rritjen afatgjatë të vlerës së firmës. Mirëpërcaktimi i strukturës së kapitalit ndihmon menaxherët të përcaktojnë strukturën optimale të kapitalit për firmën. Struktura e kapitalit përbën një fushë të rëndësishme kërkimi në financat e firmave dhe vazhdon të jetë në qendër të studimeve akademike. Megjithatë, shumica e studimeve janë fokusuar në firma të listuara në vende të zhvilluara, ndërsa firmat në vendet në zhvillim, si Shqipëria, kanë marrë pak vëmendje. Në këtë kontekst, nëpërmjet këtij hulumtimi synohet të adresohet ndërlidhja e efektivitetit financiar dhe vendimmarrjeve menaxheriale duke identifikuar faktorët kryesorë që ndikojnë në vendimmarrjen për strukturën e borxhit të firmave jo financiare specifikisht në rajonin e Tiranës. Duke u mbështetur në literaturën ekzistuese, ky studim analizon ndikimin e një sërë faktorësh mbi strukturën e kapitalit të firmave, përfshirë performancën financiare, trupëzimin e aktiveve, likuiditetin, madhësinë e firmës, fleksibilitetin financiar, përfitimet tatimore nga shpenzimet jo borxh, mundësitë e rritjes, moshën e firmës si dhe raportin e borxhit të vonuar me një periudhë. Analiza empirikisht mbështetet në një kampion prej 75 firmash jo-financiare në Shqipëri, përgjatë periudhës 2019–2023. Struktura e kapitalit matet nëpërmjet borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër, ndërsa analizat ekonometrike realizohen përmes regresionit të shumëfishtë, duke aplikuar si teknikat statike (modelet POLS, FEM dhe REM), ashtu edhe ato dinamike (modeli GMM). Gjetjet empirike sugjerojnë se disa variabla, të tillë si raporti i borxhit të vonuar, kthimi mbi aktivet (ROA), kthimi mbi kapitalin (ROE), mundësitë e rritjes dhe likuiditeti, rezultojnë statistikisht domethënës dhe në përputhje me parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjes (POT). Ndërkohë, teoria e kompensimit (TOT) nuk gjen zbatim domethënës në Shqipëri. Këto gjetje pasurojnë literaturën ekzistuese dhe sugjerojnë mundësi më të qëndrueshme financimi për këto firma. Ofrojnë gjithashtu rekomandime të vlefshme për menaxherët financiarë, investorët dhe politikëbërësit në drejtim të formulimit të strategjive më efikase për menaxhimin e kapitalit në kushte të tregjeve të ngjashme.

Fjalë kyçe: *Struktura e kapitalit, modeli me efekte fikse FEM, modeli GMM, Teoria e rendit të financimit POT, Teoria e kompensimit TOT.*

Abstract

Throughout their operational lifecycle, enterprises continuously seek stable sources of financing from their inception through all stages of development, with the aim of supporting sustainable asset growth and maximizing shareholder value. An optimal capital structure is essential for ensuring access to consistent financial resources that facilitate asset expansion and contribute to long-term firm value. Properly determining the capital structure assists managers in identifying the optimal financing mix for the enterprise. Capital structure remains a significant field of research in corporate finance and continues to be at the forefront of academic inquiry. However, the majority of studies have focused on listed firms in developed economies, while companies in developing countries, such as Albania, have received limited attention. In this context, the present study aims to address the relationship between financial effectiveness and managerial decision-making by identifying key factors that influence capital structure decisions in non-financial firms, specifically in the Tirana region. Relying on existing literature, this study examines the impact of several factors on firms' capital structure, including financial performance, asset tangibility, liquidity, firm size, financial flexibility, tax benefits from non-debt expenses, growth opportunities, firm age, and the overdue debt ratio over a defined period. The empirical analysis is based on a sample of 75 non-financial companies in Albania over the period 2019–2023. Capital structure is measured using total, long-term, and short-term debt, while econometric analysis is conducted through multiple regression, applying both static models (POLS, FEM, REM) and dynamic techniques (GMM model). The empirical findings indicate that variables such as the overdue debt ratio, return on assets (ROA), return on equity (ROE), growth opportunities, and liquidity are statistically significant and consistent with the predictions of the Pecking Order Theory (POT). Meanwhile, the theory of compensation (TOT) does not have significant application in Albania. These findings enrich the existing literature and suggest more sustainable financing strategies for these firms. They also offer valuable recommendations for financial managers, investors, and policymakers in designing more effective capital management strategies under similar market conditions.

Keywords: Capital structure, fixed effect model FEM, GMM model, Pecking order theory POT, Trade off theory TOT.

Tabela e përmbajtjes

Autorësia.....	II
Mirënjohje dhe e falënderime.....	IV
Abstrakti.....	V
Tabela e përmbajtjes.....	VII
Lista e tabelave	X
Lista e figurave	XIII
Lista e shkurtimeve.....	XIV
KAPITULLI 1: HYRJE PROBLEMATIKA E PËRGJITHSHME DHE FOKUSI I STUDIMIT.....	1
1.1 Konteksti i hulumtimit.....	1
1.2 Problemi i studimit	2
1.3 Objektivat kërkimore	3
1.4 Rëndësia e studimit	5
1.5 Organizimi i kërkimit	5
1.6 Kufizimet e kërkimit.....	6
1.7 Rezultatet e pritshme.....	6
KAPITULLI 2: NJË RISHIKIM LITERATURE MBI STRUKTURËN E KAPITALIT DHE EVOLUIMIN DINAMIK TË TEORISË.....	7
2.1 Teoritë e strukturës së kapitalit.....	7
2.1.1 Teoria Modigliani dhe Miller.....	7
2.1.2 Teoria e Millerit.....	11
2.2 Struktura optimale e kapitalit: Një Pasqyrë Analitike.....	12
2.3 Teoritë mbi strukturën e kapitalit.....	16
2.3.1 Teoria e rendit të zgjedhjes.....	17
2.3.2 Teoria e kompensimit.....	20
2.3.3 Teoria e kostove të agjensisë.....	23
2.3.4 Teoria e sinjaleve.....	25
2.3.5 Teoria e kohës së tregut.....	27
2.3.6 Teoria e kontrollit të korporatave.....	28
2.3.7 Teoria e kostos së produktit.....	29
2.4 Përmbledhje e literaturës mbi teoritë e strukturës së kapitalit.....	30
KAPITULLI 3: FAKTORËT SHPJEGUES DHE MATËS TË STRUKTURËS SË KAPITALIT.....	32
3.1 Leva financiare dhe struktura e kapitalit.....	32
3.2 Faktorët specifikë të strukturës së kapitalit.....	37
3.2.1 Trupëzimi aktiveve.....	37
3.2.2 Madhësia firmës.....	38
3.2.3 Mundësitë e rritjes.....	39
3.2.4 Performanca.....	40
3.2.5 Rreziku i biznesit.....	41
3.2.6 Fleksibiliteti financiar.....	41
3.2.7 Likuiditeti firmës.....	42
3.2.8 Mosha e firmës.....	43
3.2.9 Përfitimi tatimor jo borxh.....	43
3.2.10 Raporti i vonuar i borxhit.....	44
3.3 Faktorët makroekonomike të strukturës së kapitalit.....	45
3.3.1 Norma tatimore.....	45
3.3.2 Norma e rritjes ekonomike.....	46
3.3.3 Norma e inflacionit.....	46

3.3.4 Shpërndarja e normave të interesit sipas afatit.....	47
3.3.5 Klasifikimi i industrisë.....	47
3.4 Struktura e kapitalit dhe evidencat empirike.....	48
3.4.1 Evidenca empirike në studime krahasuese ndër-vendore.....	49
3.4.2 Evidenca empirike të përqendruara në vende të veçanta.....	53
3.4.3 Evidenca empirike në vendet e rajonit.....	58
3.5 Përmbledhje të analizës mbi faktorët e strukturës së kapitalit.....	62
KAPITULLI 4. METODOLOGJIA E NDJEKUR DHE INSTRUMENTET E PËRDORURA.....	63
4.1 Dizajni i hulumtimit.....	63
4.2 Kampioni dhe karakteristikat e tij.....	64
4.3 Matja e variablave.....	67
4.3.1 Matja e strukturës së kapitalit.....	67
4.3.2 Matja e variablave të pavarur.....	68
4.3.2.1 Performanca.....	69
4.3.2.2 Trupëzimi i aktiveve.....	69
4.3.2.3 Likuiditeti i firmës.....	70
4.3.2.4 Madhësia e firmës.....	70
4.3.2.5 Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo – borxh.....	71
4.3.2.6 Borxhi me një periudhë të vonuar.....	71
4.3.2.7 Fleksibiliteti financiar.....	72
4.3.2.8 Mundësitë e rritjes.....	72
4.3.2.9 Mosha e firmës.....	72
4.4 Hipotezat e studimit.....	73
4.5 Specifikimi i modelit.....	78
4.5.1 Modeli i Regresionit të Shumëfishtë MLR.....	78
4.5.2 Modeli i Regresionit me efekte të grumbullimit POLS.....	80
4.5.3 Modeli i Regresionit me efekte fikse FEM.....	81
4.5.4 Modeli i Regresionit me efekte të rastit REM.....	81
4.5.5 Modeli i Regresionit me metodën GMM.....	82
4.6 Supozimet e përshtatshmërisë së modelit MLR.....	84
4.7 Mënyra e organizimit të të dhënave panel, përparësitë dhe kufizimet.....	86
4.8 Përfundime.....	87
KAPITULLI 5: ANALIZË DHE INTERPRETIME TË REZULTATEVE TË GJETURA.....	88
5.1 Statistikat përshkruese.....	88
5.2 Analiza e korrelacionit.....	93
5.3 Testet e përshtatshmërisë së modelit të regresionit.....	95
5.3.1 Analiza e normalitetit.....	95
5.3.2 Analiza e linearitetit.....	95
5.3.3 Analiza e multikolinearitetit.....	96
5.3.4 Analiza e autokorrelacionit.....	96
5.3.5 Analiza e heteroskedasticitetit.....	97
5.3.6. Metodat për eliminimin e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit.....	98
5.4 Rezultatet e regresionit.....	100
5.4.1 Testi i modelit më të përshtatshëm FEM apo POLS.....	100
5.4.2 Testi i modelit më të përshtatshëm FEM apo REM.....	100
5.4.3 Rezultatet e regresionit me modelin FEM të raportit të borxhit total.....	101
5.4.4 Rezultatet e regresionit me modelin FEM të raportit të borxhit afatgjatë.....	103
5.4.5 Rezultatet e regresionit me modelin FEM të raportit të borxhit afatshkurtër.....	104

5.4.6 Rezultatet e regresionit të firmave në të vogla, të mesme dhe të mëdha.....	106
5.4.7 Rezultatet e regresionit të firmave në tregtare dhe jo – tregtare.....	109
5.4.8 Rezultatet e regresionit me modelin GMM.....	111
5.4.9 Rezultatet e pritura dhe të gjetura.....	115
5.4.10 Përmbledhje e analizës së regresionit.....	118
5.5 Përfundime.....	119
KAPITULLI 6: PËRFUNDIME DHE REKOMANDIME	127
6.1 Përfundime të studimit.....	127
6.2 Rekomandime të studimit.....	132
6.3 Limitimet e studimit.....	134
BIBLIOGRAFIA.....	135
SHTOJCAT.....	148
Shtojca A.....	148
Shtojca B.....	162
Shtojca C.....	164
Shtojca D.....	167
Shtojca E.....	180

Lista e tabelave

Tabela 1. Paraqet raportet e borxhit total dhe afatgjatë me vlerat kontabël dhe vlerat e tregut për shtetet në zhvillim dhe shtetet e zhvilluara.....	34
Tabela 2. Paraqet raportet e borxhit afatgjatë në vlera kontabël për firmat në SHBA dhe Afrikën e Jugut e ndarë sipas sektorëve kryesorë.....	35
Tabela 3. Disa nga studimet më të fundit të evidencave empirike mbi faktorët e strukturës së kapitalit.....	148
Tabela 4. Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas sektorëve gjatë periudhës 2019-2023.....	65
Tabela 5. Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas dy grupeve në tregtare dhe jo - tregtare gjatë periudhës 2019-2023.....	66
Tabela 6. Treguesit kryesorë dhe struktura e tyre sipas madhësisë së firmës viti 2021.....	162
Tabela 7. Struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri dhe BE, 2021.....	162
Tabela 8. Treguesit kryesorë dhe struktura e tyre sipas madhësisë së firmës, 2022.....	163
Tabela 9. Struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri dhe BE, 2022.....	163
Tabela 10. Përkufizimi i variablave me matësit për borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër dhe referencat teorike.....	164
Tabela 11. Përkufizimi i variablave me matësit dhe marrëdhënia e parashikuar për borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër.....	164
Tabela 12. Përmbledhje e referencave teorike dhe të marrëdhënies së evidencave empirike për variablat e pavarur specifike.....	165
Tabela 13. Tregon mënyrën e organizimit të të dhënave panel për variablat e varur dhe të pavarur duke u paraqitur sipas kodifikimit të firmave dhe viteve përkatëse.....	166
Tabela 14. Tregon sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	88
Tabela 15. Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas sektorëve, gjatë periudhës 2019-2023.....	90
Tabela 16. Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas dy grupeve në tregtare dhe jo - tregtare gjatë periudhës 2019-2023.....	90
Tabela 17. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit, të cilat i përkasin sektorit të tregtisë.....	91
Tabela 18. Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit, të cilat i përkasin sektorit jo të tregtisë.....	91
Tabela 19. Raporton statistikat përshkuese për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	168
Tabela 20. Tregon koeficientët e korrelacionit Pearson për borxhin total BT, duke përdorur 375 vëzhgime përgjatë periudhës 2019-2023.....	169
Tabela 21. Koeficientët e korrelacionit për borxhin afatgjatë BAGJ, duke përdorur vëzhgimet për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	169
Tabela 22. Koeficientët e korrelacionit për borxhin afatshkurtër BASH, duke përdorur vëzhgimet për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	170
Tabela 23. Paraqet statistikat përshkuese për borxhin total për 375 vëzhgime në total.....	172
Tabela 24. Paraqet faktorin e inflacionit të variancës së (VIF).....	173

Tabela 25. Paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation.....	97
Tabela 26. Përmbledhje e testit të autokorrelacionit për vlerat e AC dhe PAC me probabilitetet përkatëse.....	173
Tabela 27. Paraqet testin Breusch-pagan Godfrey për heteroskedasticitetin.....	97
Tabela 28. Paraqet metodën 1, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT.....	174
Tabela 29. Paraqet metodën 1, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BASH.....	175
Tabela 30. Paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation LM.....	98
Tabela 31. Paraqet metodën 2, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT.....	175
Tabela 32. Paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation LM.....	176
Tabela 33. Përmbledhje e testit të autokorrelacionit për vlerat e AC dhe PAC me probabilitetet përkatëse sipas metodës 2.....	176
Tabela 34. Paraqet Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey.....	176
Tabela 35. Paraqet pamjen e grafikëve me pika dhe vlerat AC, PAC, Statistika Q, me probabilitetet përkatëse.....	177
Tabela 36. Paraqet metodën 3 për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT nëpërmjet HAC test.....	177
Tabela 37. Paraqet metodën 4 për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT nëpërmjet testit Huber White robust standard errors.....	178
Tabela 38. Regresioni me grumbullim POLS.....	180
Tabela 39. Testi Likelihood ratio.....	180
Tabela 40. Regresioni me efekte të rastit REM.....	180
Tabela 41. Testi Hausman.....	181
Tabela 42. Rezultatet e regresionit të Borxhit total BT me efekte fikse FEM për 75 shoqëritë përgjatë periudhës 2019-2023.....	181
Tabela 43. Rezultatet e regresionit të Borxhit afatgjatë BAGJ me efekte fikse për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	182
Tabela 44. Rezultatet e regresionit të Borxhit afatshkurtër BASH me efekte fikse për 75 shoqëritë përgjatë periudhës 2019-2023.....	182
Tabela 45. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023 sipas tre modeleve.....	105
Tabela 46. Tregon klasifikimin e firmave në katër kategori sipas numrit të punësuarve dhe të ardhurat vjetore nga shitja.....	183
Tabela 47. Tregon grupimin e firmave në tre kategori sipas numrit të firmave, përqindje ndaj totalit, numrin e vëzhgimeve për periudhën 2019-2023.....	183
Tabela 48. Raporton statistikën përshkuese për grupin firmë e vogël përgjatë periudhës 2019-2023.....	183
Tabela 49. Raporton statistikën përshkuese për grupin firmë e mesme përgjatë periudhës 2019-2023.....	184
Tabela 50. Raporton statistikën përshkuese për grupin firmë e madhe përgjatë periudhës 2019-2023.....	184
Tabela 51. Vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firmë e vogël, firmë e mesme, firmë e madhe gjatë periudhës 2019-2023.....	184
Tabela 52. Rezultate të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firmë e vogël përgjatë periudhës 2019-2023.....	185

Tabela 53. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël periudha 2019-2023.....	187
Tabela 54. Rezultate të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e mesme për përgjatë periudhës 2019-2023.....	187
Tabela 55. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM për të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e mesme përgjatë periudhës 2019-2023.....	189
Tabela 56. Rezultate të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e madhe për përgjatë periudhës 2019-2023.....	190
Tabela 57. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e madhe përgjatë periudhës 2019-2023.....	192
Tabela 58. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total BT, për grupimet firma e vogël, firma e mesme, firma e madhe për përgjatë periudhës 2019-2023.....	107
Tabela 59. Rezultate të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma tregtare për përgjatë periudhës 2019-2023.....	192
Tabela 60. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma tregtare periudha 2019-2023.....	194
Tabela 61. Rezultatet e regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet ndërmarrje jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.....	194
Tabela 62. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.....	196
Tabela 63. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total BT, për grupimet firma tregtare dhe jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.....	109
Tabela 64. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit total BT për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	196
Tabela 65. Paraqet testin Arellano-Bond Serial Correlation.....	113
Tabela 66. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit afatgjatë BAGJ për 75 shoqëritë përgjatë periudhës 2019-2023.....	197
Tabela 67. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit afatshkurtër për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	198
Tabela 68. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me modelin GMM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	114
Tabela 69. Paraqet një përmbledhje të hipotezave sipas modelit me efekte fikse FEM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	116
Tabela 70. Paraqet një përmbledhje të rezultateve të pritura dhe rezultateve të gjetura sipas modelit me efekte fikse FEM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	198
Tabela 71. Paraqet një përmbledhje të hipotezave sipas modelit GMM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	117

Tabela 72. Paraqet një përmbledhje të rezultateve të pritura dhe rezultateve të gjetura sipas modelit GMM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	199
---	-----

Lista e figurave

Figura 1. Paraqet grafikun e kostos mesatare të ponderuar të kapitalit, kostos së kapitalit vetjak, kostos së borxhit pas tatimit dhe vlerën e firmës kundrejt raportit të borxhit.....	15
Figura 2. Hapat e dizanjimit në kërkimin me metoda sasiore.....	63
Figura 3. Hapat e dizanjimit në kërkimin me metoda sasiore.....	64
Figura 4. Hapat e dizanjimit në kërkimin me metoda sasiore.....	64
Figura 5. Kontributi i NVM dhe firmave të mëdha në ndryshimin vjetor të treguesve kryesorë, 2021/2020.....	162
Figura 6. Kontributi i NVM dhe firmave të mëdha në ndryshimin vjetor të treguesve kryesorë, 2022/2021.....	163
Figura 7. e mëposhtme me kolona tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	167
Figura 8. e mëposhtme lineare tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.....	167
Figura 9. Vlerat mesatare të raportit të borxhit total për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023.....	167
Figura 10. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatgjatë për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023.....	168
Figura 11. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023.....	168
Figura 12. paraqitet histograma e mbetjeve për borxhin total BT.....	170
Figura 13. paraqitet histograma e mbetjeve të standartizuara për shpërndarjet normale e modelit linear për borxhin total BT.....	171
Figura 14. paraqitet histograma e mbetjeve për borxhin afatgjatë BAGJ.....	171
Figura 15. paraqitet histograma e mbetjeve të standartizuara për shpërndarjet normale e modelit linear për borxhin afatgjatë BAGJ.....	171
Figura 16. paraqitet histograma e mbetjeve për borxhin afatshkurtër BASH.....	172
Figura 17. paraqitet histogramat e mbetjeve të standartizuara për shpërndarjet normale e modelit linear për borxhin afatgjatë BASH.....	172
Figura 18. Kuartilet e variablave dhe krahasimi i tyre me shpërndarjen normale.....	174
Figura 19. paraqitet grafiku i mbetjeve për 75 firmat.....	174
Figura 20. paraqet vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023 në forme lineare.....	185
Figura 21. paraqet në kollona vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023.....	185

Lista e shkurtimeve

BSH	Banka e Shqipërisë
VAN	Vlera aktuale neto
VIF	Variance inflation factor (Faktori i inflacionit të variancës)
EBIT	Earnings before interest and taxes (Fitimi para interesave dhe tatimit)
OLS	Ordinary least squares (Metoda zakonshme e katrorëve me të vegjël)
MM	Teorema Modigliani dhe Miller
SME	Small and medium enterprise (Firmat e vogla dhe të mesme)
GDP	Gross domestic product (Produkti i brendshëm bruto)
BAGJ	Raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve
BASH	Raporti i borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve
BT	Raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve
ROA	Return on asset (Kthimi nga aktivet)
ROE	Return on equity (Kthimi nga kapitali)
TA	Trupëzimi i aktiveve
LF	Likuiditeti i firmës
MF	Madhësia e firmës
FF	Fleksibiliteti financiar
MRR	Mundësitë e rritjes
PTJB	Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo borxh (amortizimi)
MOF	Mosha e firmës
BAGJ (-1)	Raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve me një periudhë të vonuar
BASH (-1)	Raporti i borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve me një periudhë të vonuar
BT (-1)	Raporti i totalit të borxhit ndaj totalit të aktiveve me një periudhë të vonuar
GMM	General Method of Moments (Metoda e Përgjithësuar e Momenteve)
INSTAT	Instituti i Statistikave
PBB	Produkti i Brendshëm Bruto
TSLs	Metoda Dy Fazore e Katrorëve më të Vegjël
MLR	Regresioni linear i shumëfishtë
BLUE	Best Linear Unbiased Estimators
WACC	Weighted average cost of capital (Kosto mesatare e ponderuar e kapitalit)
MB	Marzhi bruto
ETR	Norma efektive tatimore
POLS	Pooled ordinary least squares (Metoda zakonshme e katrorëve të vegjël me grumbullim)
FEM	Fixed Effects Model (Modeli me efekte fikse)
REM	Random Effects Model (Modeli me efekte të rastit)
DPT	Drejtoria e Përgjithshme e Tatimeve
QKB	Qendra Kombëtare e Biznesit
TDM	Total Debt Market (totalit të borxhit ndaj vlerës tregut)
TDA	Total Debt Assets (totalit të borxhit ndaj vlerës kontabël të aktiveve)
LDM	Long Debt Market (borxhit afatgjatë ndaj vlerës tregut)
LDA	Long Debt Assets (borxhit afatgjatë ndaj vlerës kontabël të aktiveve)

KAPITULLI 1

HYRJE: PROBLEMATIKA E PËRGJITHSHME DHE FOKUSI I STUDIMIT

1.1 Konteksti i hulumtimit

Çështja e strukturës së kapitalit të firmave është ende një pyetje enigmatike për akademikët në mbarë botën, të cilët, pas propozimit të “*Teoremës së Irrelevancës*” të Modigliani dhe Miller (1958), kanë gjeneruar një literaturë të gjerë dhe të larmishme. Në tërësinë e vetë këto aspekte kryesisht mbartin specifikat e vendit, kryesisht taksat, kostot e falimentimit, konfliktet e agjencive dhe informacionit asimetrik për të shpjeguar veçoritë e tij, dhe për këtë arsye del e domosdoshme studimi i faktorëve në strukturën e kapitalit në kontekstin e një vendi. Struktura e kapitalit në vetvete është një kombinim i detyrimeve afatgjata, detyrimeve afatshkurtra, aksioneve të zakonshme dhe aksioneve të preferuara të firmës (Mahmud et al., 2009). Shumë studime janë kryer për të provuar vërtetësinë dhe përshtatshmërinë e teorive të strukturës së kapitalit, por ajo mbetet sërish një nga çështjet më të diskutuara në financat moderne të firmave. Kur Myers pyeti “*Si i zgjedhin firmat strukturat e tyre të kapitalit?*”. Ai gjithashtu shtoi menjëherë përgjigjen e tij: “*Nuk e dimë?*” (Myers, 1984, p. 575) “*Pyetja se si e zgjedhin firmat strukturën e tyre kapitale ideale?*” dhe “*Cili është ai raport ideal, sa borxh, sa kapital që të maksimizojë vlerën e firmës?*” ende sot ka nevojë për një përgjigje konkrete. Pavarësisht dekadave të kërkimit intensiv ndërmjet akademikëve dhe menaxherëve financiarë, ekziston ende sot një mungesë e konsensusit edhe për shumë nga faktet mbi bazë empirike që tashmë janë të njohura. Kjo paraqet një sfidë për kërkimin empirik në financat e firmave, pasi ende mungon një konsensus i qartë lidhur me faktorët që duhet të merren parasysh si variabla kontrolli për të reflektuar njohuritë ekzistuese në këtë fushë. Problemi i strukturës së kapitalit është trajtuar, analizuar dhe avancuar më tej, duke shtuar elementë të rinj jo të konsideruar deri në atë kohë nga autorët themelues pioner të kësaj teorie Modigliani dhe Miller (1958).

Bazuar në një studim kritik të një literature dinamike të shtrirë në kohë, u identifikuan aspektet kryesore të cilat përbëjnë strukturën mbi të cilën u ndërtua metodologjia e hulumtimit. Veçanërisht vlen për tu theksuar se dy teori konkurruese të njëra-tjetrës kanë shfaqur mjaft interes përgjatë viteve në vazhdim, referuar kontekstit të ekonomive në zhvillim, “*teoria e kompensimit (TOT)*”¹ dhe “*teoria e rendit të zgjedhjes (POT)*”². Veçanërisht, shumica e teksteve të financave të firmave tregojnë për “teorinë e kompensimit (TOT)” në të cilën raporti i kompensimit ndërmjet përfitimit nga taksat dhe kostove të falimentimit janë thelbësore. Myers (1984) propozoi “teorinë e rendit të zgjedhjes (POT)” në të cilën ekziston një hierarki financimi sipas rendit të zgjedhjes fillimisht të fitimeve të pashpërndara, borxhit dhe më pas kapitalit. Kohët e fundit, ideja që firmat përfshihen në “*kohën e tregut (MT)*”³ është bërë mjaft e njohur pavarësisht rëndësisë së dobët empirike për të shpjeguar faktorët thelbësorë që influencojnë strukturën e kapitalit. Kjo literature dinamike e shtrirë në kohë kontribuojnë në të kuptuarit tonë të strukturës së kapitalit në disa mënyra. Së pari, duke filluar me një listë të gjatë faktorësh⁴ nga literaturat e mëparshme, ne mund të shqyrtojmë se cilët faktorë

¹ Njihet ndryshe si Trade Off Theory

² Njihet ndryshe si Pecking Order Theory

³ Njihet ndryshe si Market Timing Theory

⁴ Ne studimin e Frank dhe Goyal ne vitet 2003 dhe 2009 u shqyrtoan 39 faktorë.

janë të nënshkruar në mënyrë të besueshme, dhe me rëndësi të besueshme, për parashikimin e levës. Së dyti, ka të ngjarë që modelet e vendimeve të financimit të firmave të kenë ndryshuar gjatë dekadave. Prandaj është e rëndësishme të shqyrtohen ndryshimet me kalimin e kohës. Së fundmi, është argumentuar se teori të ndryshme zbatohen për firmat nën rrethana të ndryshme dhe kontekste të ndryshme. 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 në qarkun e Tiranës. Qëllimi i përgjithshëm i këtij studimi është të analizojë faktorët specifike që përcaktojnë strukturën e kapitalit të firmave në qarkun e Tiranës. Studimi synon të identifikojë elementët kryesorë që ndikojnë në vendimet financiare të firmave, të shqyrtojë teoritë kryesore mbi strukturën e kapitalit dhe të testojë nëse këto teori janë të zbatueshme në kushtet e tregut shqiptar, duke adresuar specifikat e një ekonomie në zhvillim. Në këtë mënyrë, përmes analizave empirike studimi pritet të kontribuojë në literaturën akademike dhe të ofrojë rekomandime praktike për firmat dhe politikëbërësit mbi optimizimin e strategjive të financimit të firmave dhe vendimarrjen financiare. Si pasojë duke u mbështetur në literaturën ekzistuese, ky studim analizon ndikimin e një sërë faktorësh mbi strukturën e kapitalit të firmave, përfshirë performancën financiare, trupëzimin e aktiveve, likuiditetin, madhësinë e firmës, fleksibilitetin financiar, përfitimet tatimore nga shpenzimet jo borxh, mundësitë e rritjes, moshën e firmës si dhe raportin e borxhit të vonuar me një periudhë.

Shumica e studimeve teorike dhe empirike mbi strukturën e kapitalit, si në vendet e zhvilluara ashtu edhe në vendet në zhvillim, janë fokusuar më shumë tek firmat e mëdha, por pak studime janë kryer mbi SME-te. Firmat e mëdha e të listuara mund ta kenë më të lehtë qasjen në tregjet kombëtare dhe ndërkombëtare financiare. Kështu që rezultatet e marra nga këto studime nuk mund ta përgjithësojnë sjelljen financiare të gjitha firmave, sidomos të firmave shqiptare të cilat operojnë në kushtet e mungesës së tregjeve likuide financiare dhe nuk kanë të njëjtën qasje në tregjet financiare dhe operojnë në ekonomi emergjente. Në këtë aspekt, është e nevojshme një këndvështrim në kontekstin e vendit të cilit i referohet studimi duke marrë parasysh karakteristikat e zhvillimit ekonomik-financiar të tij.

1.2 Problemi i studimit

Termi strukturë e kapitalit përdoret shpesh në lidhje me marrëdhënien e një firme midis kapitalit dhe borxhit. Megjithatë, në literaturën e strukturës së kapitalit ekzistojnë përkufizime të shumta të strukturës së kapitalit. Struktura e kapitalit të një firme shpreh shumat relative të llojeve të ndryshme të letrave me vlerë që përdoren për financimin e firmës. Megjithatë, e zakonshme në shumicën e përkufizimeve është se si struktura e kapitalit mund të shihet si një shprehje e metodave financiare të përdorura në financimin e operacioneve vlerë shtuese të një firme. Për më tepër, për të siguruar zhvillimin e qëndrueshëm dhe të suksesshëm, një firmë ka nevojë për burime të sigurta financimi të projekteve të saj, të cilat njihen me termin e vendimeve të strukturës së kapitalit. Përcaktimi i përzierjes optimale midis kapitalit dhe borxhit jo vetëm që mund të ndihmojë në uljen e kostos mesatare të ponderuar të kapitalit (WACC), por potencialisht gjithashtu mund të rrisë vlerën e aksionerëve dhe të firmës (Berk & DeMarzo, 2019). Prandaj, vendimet e strukturës së kapitalit për balancimin e përdorimit të financimit të brendshëm, të kapitalit dhe të borxhit nuk mund të merren lehtë. Këto

burime shihen në literaturë si metodat kryesore të financimit dhe rrjedhimisht përfaqësojnë strukturën e kapitalit të firmave.

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 borxhit referuar në veçanti firmave në Shqipëri, është mjaft i limituar pavarësisht rëndësisë së kësaj çështjeje në kontekstin global. Vendimmarrja mbi strukturën e kapitalit në këtë studim synon t'u përgjigjet pyetjeve të tilla si:

Së pari, cila është struktura e borxhit që përdoret nga firmat në qarkun e Tiranës?

Së dyti, cilët janë faktorët kryesor specifikë që ndikojnë në vendimin e strukturës së borxhit të firmave në qarkun e Tiranës?

Së treti, a janë faktorët që ndikojnë mbi strukturën e borxhit të firmave në qarkun e Tiranës të njëjta me ato të firmave të vendeve të zhvilluara dhe ato në zhvillim?

Së katërti, a ka dallime në përzgjedhjen e strukturës së borxhit midis firmave në qarkun e Tiranës dhe atyre të vendeve të zhvilluara?

Së pesti, a ka dallime në përzgjedhjen e strukturës së borxhit midis firmave në qarkun e Tiranës dhe atyre të vendeve të rajonit të Ballkanit Perëndimor?

Së fundmi, a ka dallime në përzgjedhjen e strukturës së borxhit midis SME-ve dhe firmave të mëdha në qarkun e Tiranës?

Problemi i strukturës së kapitalit është studiuar në vende, kohë, qasje, teknika, të ndryshme. 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 në qarkun e Tiranës. Zgjedhja e temës u orientua nga problematika aktuale por edhe risitë që sjellin në këtë disiplinë vendet e zhvilluara. Në mbështetje të saj, janë marrë në konsideratë disa elementë thelbësorë, përfshirë: Vështirësitë në gjetjen e burimeve të financimit si një nga problemet më madhore për entitetet në Shqipëri; Ekzistenca e punimeve të pakta të mëparshme mbi këtë temë referuar rastit në fjalë, pavarësisht rëndësisë kushtuar në kontekstin global; Ekzistenca e burimeve të mundshme të dhënave të firmave në qarkun e Tiranës ku përmban edhe përqindjen më të madhe të firmave me impakt në rang kombëtar. Ndër arsyet e zgjedhjes së problematikes mund të përmendim: Firmat në qarkun e Tiranës nuk janë më në gjenezën e tyre fillestare, ato tashmë janë “rritur”, disa kanë krijuar grupe dhe kanë fitime kapitale të konsiderueshme në të cilën lind nevoja për menaxhimin optimal të strukturës së kapitalit për të vazhduar më tej këtë “rritje” dhe maksimizimin e vlerës së tyre. Ndiurma modeste që mund të jepet në përmissimin e situatës aktuale dhe mirë menaxhimin e alokimit të fondeve të firmës. Megjithatë problemi i strukturës së kapitalit është trajtuar në shumë vende të ndryshme, në Shqipëri ende paraqet një problem që kërkon analizë dhe studim të mëtejshëm.

1.3 Objektivat kërkimore

Duke marrë parasysh punimet e bëra për strukturën e kapitalit në nivel ndërkombëtar dhe me theks të veçantë për ekonominë emergjente, rasti i Shqipërisë është ende i pa trajtuar në mënyrën e duhur, për këtë arsye ky punim ka si qëllim të tij të plotësojë boshllëkun ekzistues 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 në qarkun e Tiranës.

Në mënyrë të veçantë, ky studim synon të arrijë objektivat e mëposhtme: Së pari, të shqyrtojë faktorët specifikë, që ndikojnë në vendimin mbi strukturën e borxhit të

firmave qarkun e Tiranës. Për këtë qëllim, janë marrë në konsideratë performanca, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, madhësia e firmës, fleksibiliteti financiar, përfitimi tatimor nga shpenzimet jo borxh, mundësitë e rritjes, mosha e firmës dhe borxhi me një periudhë të vonuar si faktor specifikë përcaktues të strukturës së borxhit. Së dyti, të shqyrtojë se cila nga teoritë e strukturës së kapitalit shpjegon më mirë sjelljen e mënyrës së financimit të firmave në qarkun e Tiranës. Midis teorive, të cilat janë testuar në mënyrë specifike në këtë studim, referuar në veçanti kontekstit Shqiptar, janë teoria kompensimit (TOT) dhe teoria e rendit të zgjedhjes (POT). Pra, në fund të punimit tregohet, nëse firmat në qarkun e Tiranës sillen sipas mënyrës së parashikuar nga teoria e kompensimit, 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. Së treti, të shqyrtojë 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, numrit të punonjësve të punësuar dhe totalit të ardhurave ekonomike gjatë periudhës së studimit. Së katërti, të shqyrtojë nëse faktorët të cilët ndikojnë në strukturën e kapitalit janë të njëjtë apo të ndryshëm për firmat tregtare dhe jo tregtare. Për këtë qëllim firmat janë klasifikuar sipas sektorit që i përkasin. Së fundmi, të shqyrtojë nëse faktorët të cilët ndikojnë në strukturën e borxhit janë të njëjtë apo të ndryshëm për raportin e borxhit total, borxhit afatshkurtër dhe borxhit afatgjatë. Për këtë qëllim matësi i levës financiare është kategorizuar në tri nivele.

Pyetja bazë kryesore mbi të cilën udhëhiqet ky hulumtim është: Cilët janë faktorët kryesorë specifikë të cilët përcaktojnë strukturën e borxhit të firmave në qarkun e Tiranës? Duke u nisur nga pyetja bazë kryesore dalim në disa nën - pyetje që lidhen drejtpërdrejtë me faktorët kryesorë specifikë të cilët përcaktojnë strukturën optimale të borxhit:

Së pari, cilat firma marrin më shumë borxh, ato me performancë më të lartë apo ato me performancë më të ulët? Së dyti, cilat firma marrin më shumë borxh, ato me më shumë aktive të trupëzuara apo ato me më pak aktive të trupëzuara? Së treti, cilat firma marrin më shumë borxh, ato me më shumë likuiditet apo ato me më pak likuiditet në dispozicion? Së katërti, cilat firma marrin më shumë borxh, ato në përmasa më të mëdha apo ato më të vogla? Së pesti, firmat që janë më të vjetra përdorin më shumë borxh krahasuar me firmat më të reja? Së gjashti, firmat me fleksibilitet financiar më të lartë, a përdorin më shumë borxh krahasuar me firmat me fleksibilitet financiar më të ulët? Së shtati, firmat që kanë përfitim të lartë tatimor jo borxh përdorin më shumë borxh krahasuar me firmat me kursim më të ulët tatimor jo borxh? Së teti, firmat që kanë mundësi më të larta rritje përdorin më shumë borxh krahasuar me firmat me mundësi më të ulëta rritje? Së fundmi, firmat që kanë raport borxhi me një periudhë të vonuar më të lartë përdorin më shumë borxh krahasuar me firmat me raport borxhi me një periudhë të vonuar më të ulët?

Rezultatet e studimit do të konfirmohen përmes analizave të modeleve empirike dhe matjeve të tjera statistikore. Studimi evidenton se struktura e borxhit në firmat e qarkut të Tiranës ndikohet ndjeshëm nga faktorë të brendshëm specifikë të firmës. Rezultatet empirike tregojnë se nuk ekziston një model universal që përcakton strukturën optimale të borxhit. Këto gjetje theksojnë nevojën për qasje të përshtatura dhe fleksibël në marrjen e vendimeve financiare, duke marrë në konsideratë si specifikat e tregut vendas, ashtu edhe sfidat institucionale që karakterizojnë një ekonomi në tranzicion si ajo e Shqipërisë.

1.4 Rëndësia e studimit

Ky punim jep një kontribut modest në fushën e optimizimit të strukturës së borxhit për firmat në qarkun e Tiranës. Rëndësia e këtij studimi shprehet në dy drejtime:

Së pari, është praktik. Përmirësimi i mëtejshëm i mirëmenaxhimit të strukturës financiare të borxhit, parë nga këndvështrimi i firmave dhe pretendëteve të tjerë.

Së dyti, është teorik. Për të parë qartë se cilat nga teoritë më të rëndësishme të strukturës së borxhit qëndrojnë në kushtet e një ekonomie tranzicioni, siç është rasti i Shqipërisë. Më poshtë, po përmendim disa prej kontributeve kryesore të këtij kërkimi empirik:

Së pari, ekzistojnë shumë studime mbi strukturën e kapitalit, të cilat janë kryer në vendet e zhvilluara si Shtetet e Bashkuara dhe Evropë dhe, më të pakta, janë studimet e realizuara në vendet në zhvillim, siç është rasti i Shqipërisë. Së dyti, shumica e studimeve janë kryer mbi firmat e listuara dhe, shumë pak, janë kryer mbi firmat e palistuar siç është rasti i SME-ve në vendet e zhvilluara dhe në rastin e firmave shqiptare. Së treti, ky studim zgjeron gamën e literaturës teorike dhe evidencës empirike mbi faktorët specifikë të strukturës së borxhit të firmës dhe evoluimin dinamik të saj të kohëve të fundit. Së katërti, 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. Por në këtë studim nuk është përdorur vetëm raporti i borxhit total për të matur levën financiare, por edhe raporti i borxhit afatshkurtër dhe raporti i borxhit afatgjatë. Së pesti, të dhënat e përdorura në këtë studim janë marrë nga raportet financiare zyrtare dhe i përkasin periudhës 2019-2023. Kështu, studimet e realizuara më parë nuk mund të japin të njëjtat rezultate siç mund të japë një studim i kohëve të fundit. Së fundi, nuk ka shumë studime të mëparshme mbi këtë çështje, dhe të fokusuara në identifikimin e faktorëve, që ndikojnë në strukturën e borxhit të firmave shqiptare për qarkun e Tiranës. Pak studime janë përqendruar kryesisht mbi firmat e listuara në Maqedoni dhe të SME-ve në Shqipëri për periudha të shkurtra kohore dhe numër të limituar të kampionit.

Ky studim gjithashtu kërkon të sjellë një impakt të rëndësishëm si në sektorin e kërkimit shkencor ashtu edhe tek firmat: Në kërkimin shkencor: Së pari, plotëson boshllëkun në literaturën empirike mbi strukturën e kapitalit në Shqipëri, veçanërisht për firmat e mëdha. Së dyti, ofron një analizë të bazuar në të dhëna aktuale (2019-2023), duke ndihmuar studiuesit dhe akademikët në zhvillimin e mëtejshëm të teorive financiare. Së treti, krijon një bazë reference për kërkime të ardhshme mbi financimin e firmave në ekonominë në zhvillim. Së fundmi përdor një larmishmëri metodash dhe teknika të reja, duke nisur nga modelet statike deri tek ato dinamike. Tek firmat: Së pari, ndihmon firmat shqiptare të kuptojnë dhe zbatojnë strategji më efikase financimi për rritjen e qëndrueshme të tyre. Së dyti, ofron rekomandime për politikëbërësit mbi përmirësimin e klimës së financimit për firmat në Shqipëri. Së treti, mbështet zhvillimin ekonomik të vendit duke promovuar vendimmarrje financiare të mirëinformuar dhe të qëndrueshme. Së fundmi, ndihma modeste që mund të jepet në përmirësimin e situatës aktuale dhe mirëmenaxhimin e alokimit të fondeve të firmës.

1.5 Organizimi i kërkimit

Punimi parashikohet të strukturohet si vijon:

Kapitulli 1-rë paraqet problemin, pyetjen, objektivat kërkimore dhe rëndësinë e studimit, duke përfshirë disa nga teoritë më të rëndësishme rreth këtij aspekti, organizimin, kufizimet dhe rezultatet e pritshme të punimit.

Kapitulli 2-të analizon konceptin e teorive kryesore të strukturës së kapitalit, strukturës optimale të kapitalit, si dhe rishikon literaturën mbi evidencën empirike për këto teori. Kapitulli 3-të analizon konceptin e faktorëve shpjegues dhe matës të strukturës së kapitalit, si dhe rishikon literaturën mbi evidencën empirike ndër-vendore, në vendet e zhvilluara dhe të rajonit të Ballkanit Perëndimor.

Kapitulli 4-të shpjegon në detaje metodologjinë e studimit. Në këtë kapitull do të përcaktohet mënyra e matjes së strukturës optimale të borxhit, si dhe mënyra e matjes së variablave të analizuara. Gjithashtu, në këtë kapitull, do të shpjegohet metoda e përpunimit të dhënave, testet e përshtatmërisë së modelit, përzgjedhja e modeleve empirike më të përshtatshme, teknikat dhe qasjet e përdorura, zhvillimi si dhe më pas testimi i hipotezave kryesore.

Kapitulli 5-të 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 regresioneve me dy modelet statike dhe dinamike. Gjithashtu paraqet përmbledhjen e rezultateve të kërimit duke i krahasuar me literaturën e studimeve empirike të mëparshme, të cilat kanë të njëjtat implikime teorike dhe empirike.

Kapitulli 6-të paraqet përfundimet, rekomandimet dhe limitimet e hulumtimit.

1.6 Kufizimet e kërimit

Ky studim është i përqëndruar vetëm tek firmat jo – financiare në qarkun e Tiranës, firmat e tjera financiare si bankat, firmat e sigurimit dhe firmat e imobiliare janë të përjashtuara, kjo një qasje e praktikuar nga shumë studime të tjera analoge pikërisht për të ruajtur homogjenitetin e të dhënave të marra në mostër. Përjashtimet lidhen me faktin se këto firma përdorin pasqyra financiare dhe raportime financiare jo uniforme me firmat jo- financiare sipas SKK dhe SNRF⁵. Mostra pritet të jetë e kufizuar në 75 firma të mëdha që kryejnë aktivitetet në qarkun e Tiranës përgjatë periudhës studimore nga viti 2019 deri më 2023.

1.7 Rezultatet e pritshme

Punimi do të ofrojë një paraqitje të gjerë të aspekteve kryesore që nxjerrin në pah ndikimin nëse firma të ndryshme zbatojnë politika të ndryshme financimi dhe nëse zbatojnë struktura të ndryshme për optimizimin e strukturës së borxhit përgjatë degëve të ndryshme të industrisë në qarkun e Tiranës. Zgjedhja e firmave sipas sektorëve, madhësive të ndryshme, grup moshave të ndryshme kanë për qëllim të nxjerr në pah nëse faktorët kryesorë specifikë do jenë ose jo të rëndësishëm në përcaktimin e strukturës optimale të borxhit. Studime në këtë drejtim të ri janë të pakta në Shqipëri dhe për më tepër kërkimet specifike mbi faktorët që influencojnë vendimet financiare të ndërtimit të strukturës optimale të borxhit në firmat në qarkun e Tiranës, mund të jenë me interes nisur nga rëndësia që zë ky qark në vendin tonë. Gjetjet mund të shërbejnë si një bazë e mirë për kërkuesit në të ardhmen nisur nga dinamikat, duke nxitur për më mirë. Rezultatet në planin praktik mund të jenë të vlefshme për aktorët institucional dhe jo vetëm.

⁵ SKK i referohet Standarteve Kombetare te Kontabilitetit dhe SNRF i refererohet Standarteve Nderkombetare te Raportimit Financiar te publikuara nga KKK.

KAPITULLI 2

NJË RISHIKIM LITERATURE MBI STRUKTURËN E KAPITALIT DHE EVOLUIMIN DINAMIK TË TEORISË

Studimi i faktorëve që përcaktojnë strukturën optimale të borxhit që përbën edhe objektivin kryesor të këtij hulumtimi, kërkon që të realizohet një analizë kritike e dinamikës së zhvillimeve të teorive kryesore mbi strukturën e kapitalit dhe kushtet që e optimizojnë atë. Në këtë kontekst ky kapitull është ndërtuar për të mundësuar një vlerësim të zhvillimit jo vetëm të teorive, por gjithashtu të analizojë kufizimet dhe faktorët që kanë çuar në dështimet e tyre të provuara nga studimet empirike specifike të fushës. Në të shqyrtohen teoritë mbi strukturën optimale të kapitalit dhe paraqiten teoritë kryesore klasike që shpjegojnë sjelljen financiare të firmave, si teoria e rendit të zgjedhjes, e kompensimit, e kostove të agjencisë, e sinjaleve, e kohës së tregut, e kontrollit korporativ dhe e kostos së produktit. Në përfundim paraqitet një përmbledhje e literaturës mbi teoritë e strukturës së kapitalit

2.1 Teoritë e strukturës së kapitalit

Ky seksion trajton konceptin e origjinës të strukturës së kapitalit, duke u përqendruar në teorinë themelore të pionierëve Modigliani-t dhe Miller-it, e cila ka vendosur themelet e analizës moderne të financave. Përmes këtij trajtimi, synohet të kuptohet se si u formuan idetë e para të teorive klasike mbi lidhjen ndërmjet mënyrës së financimit, vlerës së firmës, raportit të borxhit dhe vendimmarrjes financiare. Gjithashtu në të shikohet dhe ndikimi i kësaj teorie në zhvillimin dhe evoluimin e mëvonshëm të literaturës mbi financat e firmave.

2.1.1 Teoria Modigliani dhe Miller

Në këtë nën seksion shikohen më nga afër gjeneza e teorisë moderne të strukturës së kapitalit, e njohur ndryshe si “MM”, si u ideua dhe qasja e saj përgjatë viteve në vazhdim, duke konsideruar në përfundim kritikën përkatëse.

Teoria moderne e strukturës së kapitalit filloi me artikullin e publikuar të profesorëve Modigliani dhe Miller në vitin 1958. Para kësaj, ishim vetëm në fazën e ideve të paqarta rreth ndikimeve të borxhit dhe kapitalit mbi strukturën e kapitalit, pa një kuadër sistematik dhe analitik. Menjëherë pas artikullit të Modigliani-Miller, Durant (1959), prezantoi dy qasje: Qasja e të ardhurave neto dhe qasja e të ardhurave operative neto. Në qasjen e të ardhurave neto, ai tregoi se një firmë mund të ulë kostot e kapitalit dhe të rrisë vlerësimin e saj në mënyrë të vazhdueshme përmes përdorimit të borxhit. Po ashtu, në qasjen e të ardhurave operative neto, Durant supozoi që norma e përgjithshme e kapitalizimit të firmës është e pandryshueshme për të gjitha nivelet e levës. Kështu, kostoja e mesatare e ponderuar e kapitalit që përfshin borxhin dhe kapitalin e aksionerëve mbetet e pandryshuar për të gjitha nivelet e levës. Sipas kësaj qasjeje, kostoja reale e borxhit dhe kostoja reale e kapitalit janë të njëjta, dhe nuk ka një strukturë optimale kapitali. Kontributet e Durant në teorinë e strukturës së kapitalit ishin kryesisht përshkruese dhe nuk përfshinin aspektin e sjelljes, që Modigliani dhe Miller e ofruan në artikullin e tyre të vitit 1958. Puna e tyre ofroi prova rigorozë për pavarësinë

e vlerësimit të firmës dhe koston e kapitalit brenda strukturës së kapitalit të një firme (Ghosh & Cai, 2008).

Struktura e kapitalit është një term i rëndësishëm në financë, pasi i referohet kombinimit të borxhit dhe kapitalit që përdoret nga firma për të financuar operacionet e saj (Brigham & Ehrhardt, 2003). Rrënjët dhe evolucionet e teorive mbi strukturën e kapitalit mund të gjurmohen që nga fillimi i shekullit të njëzetë, kur menaxherët financiarë dhe ekspertët e financave u angazhuan në debate të vazhdueshme. Fillimisht, çështja e strukturës së kapitalit kishte të bënte me mënyrën se si firmat mund të zgjidhnin mes burimeve të brendshme dhe të jashtme të financimit për të mbështetur investimet dhe rritjen e tyre të qëndrueshme. Por, teoria e Modigliani dhe Miller (1958), e cila pohon se në një treg të përsosur, struktura e kapitalit nuk ka ndikim mbi vlerën e një firme, është një nga idetë më të njohura pioniere mbi strukturën e kapitalit. Sipas kësaj teorie, vlera e një firme përcaktohet nga të ardhurat e saj të ardhshme, pavarësisht mënyrës së financimit të saj. Kjo teori u kundërshtua më vonë, pasi realiteti i tregjeve shpesh është larg idealit të një tregu të përsosur, pasi ekzistojnë kostot e falimentimit, impakti i taksave dhe rreziqe të tjera. Në këtë kontekst, teoritë e tjera, si teoria e kompensimit (Kraus & Litzenberger, 1973), kanë theksuar rëndësinë e balancimit të kostove dhe përfitimeve të borxhit për të përcaktuar një strukturë optimale të kapitalit. Në periudha të mëvonshme, janë zhvilluar gjithashtu teori të tjera që mbështesin konceptin e hierarkisë në rendin e financimit (POT), ku burimet e financimit të brendshme preferohen ndaj atyre të jashtme për shkak të asimetrisë së informacionit (Myers & Majluf, 1984). Kjo teori sugjeron se firmat mund të preferojnë të përdorin fitimet e mbajtura përpara se të mbështeten në borxhe ose emetimin e aksioneve, pasi informacioni i pasigurt rreth mundësive të investimeve mund të ndikojë në vendimet e investitorëve dhe mund të çojë në një kosto më të lartë të kapitalit të jashtëm. Një tjetër pjesë kyçe e teorisë së strukturës së kapitalit është ndikimi i kushteve makroekonomike dhe politikave fiskale, të cilat shpesh ndikojnë në mënyrën se si firma zgjedhin të financojnë operacionet e tyre. Për shembull, gjatë krizave financiare dhe periudhave stimuluese, siç u vu re në shumë shtete të zhvilluara pas krizës financiare globale të vitit 2008, firmat kanë zgjeruar përdorimin e borxhit për të mbështetur investimet dhe rritjen e tyre. Kështu që, ndërsa teoritë tradicionale të strukturës së kapitalit përqendrohen në faktorët financiarë dhe ekonomike, studimet më të reja kanë nxjerrë në pah rëndësinë e faktorëve institucionalë dhe politikave qeveritare që ndihmojnë në formimin e preferencave të firmave për nivelin e levës financiare (Zhou et al., 2020). Teoria e Modigliani dhe Miller ose ndryshe teoria MM mbi origjinën e strukturës së kapitalit, ka pasur një ndikim të jashtëzakonshëm në kuptimin dhe aplikimin e menaxhimit të burimeve financiare. Kjo teori shqyrton ndikimin e strukturës së kapitalit në vlerën e një firme dhe paraqet një model të thjeshtë që sugjeron se, nën disa kushte ideale, struktura e kapitalit nuk ka asnjë ndikim në vlerën e një firme. Por, problemi i Modelit origjinal të Modiglianit dhe Mille është se u zhvillua në një kontekst të tregjeve perfektë, ku nuk ekzistojnë as taksa, as kosto të falimentimit dhe as asimetri informacioni midis menaxhmentit dhe investitorëve. Në këtë mjedis, ata arritën në përfundimin se vlera e një firme është e pavarur nga kombinimi i borxhit dhe kapitalit të vet. Me konkretisht, Modigliani dhe Miller (1958) argumentojnë se, në një botë pa taksa dhe me mundësi të barabarta për të marrë kredi, përdorimi i borxhit (levës financiare) nuk ka asnjë efekt mbi vlerën totale të një firme. Kjo është për shkak të asaj që ata e quajnë "teoria e neutralitetit të strukturës së kapitalit ose teoria e irrilevances". Në këtë kuptim, ata theksojnë se vlera e një firme është e përcaktuar nga të ardhurat e pritshme dhe rreziku i operacioneve të saj, dhe se përdorimi i borxhit vetëm ndryshon

shpërndarjen e të ardhurave midis aksionarëve dhe kreditorëve, por nuk ndikon në vlerën e përgjithshme të firmës.

Modigliani dhe Miller e quajnë këtë "teoria e kapitalit të përsosur," pasi ajo supozon një mjedis ideal ku nuk ka pengesa, si kosto financiare ose asimetri informacioni. Megjithatë, kjo nuk është e vërtetë, pasi tregjet janë jo perfekte, në to ekzistojnë asimetri informacioni midis pjesëmarrësve në treg dhe ka vazhdimisht kosto transaksionesh. Versioni i mëvonshëm i teorisë së Modigliani dhe Miller, i zhvilluar në vitin 1963, përfshiu efektet e taksave në analizën e tyre dhe arritën në përfundimin se borxhi mund t'u ofrojë firmave përfitime tatimore. Ata theksuan se shpenzimet e interesave të borxhit janë të zbritshëm për efekt të tatimit fitimit, duke krijuar kështu një "përfitim tatimor nga borxhi." Si pasojë, firmat kishin më shumë gjasa të përdornin borxh, pasi mund të reduktonin detyrimet e tyre tatimore.

Ky ndryshim në teori është i njohur si "versioni i taksës", ku borxhi kontribuon në rritjen e vlerës së firmës përmes uljes së barrës tatimore. Kjo teori bazohet në dy propozime kryesore, të cilat në mënyrë të përmblodhur nga sa argumentuam paraqiten si më poshtë:

“MM” e ndërtuan modelin e tyre mbi disa supozime kryesore: (1) tregu i kapitalit është i përsosur; (2) nuk ka taksa; (3) nuk ka kosto falimentimi dhe kosto të transaksioneve; (4) investitorët mund të huazojnë në të njëjtën normë si korporatat; dhe (5) të gjithë investitorët kanë të njëjtin informacion që menaxhmenti ka mbi mundësitë e ardhshme të investimeve të firmës. Modigliani dhe Miller në vitin 1958 e paraqitën argumentimin e tyre si Propozimi (I) dhe Propozimi (II). Në mënyrë të thjeshtuar e paraqesim në ekuacionin (1),

$$V_j = D_j + E_j = X_j/P_k \quad (1)$$

Ose, në mënyrë alternative:

$$P_k = X_j/V_j \quad \text{për çdo firmë } j \text{ në klasën } k \quad (2)$$

Ku (V_j) mat për vlerën e firmës j ($j = 1, 2, \dots$), (D) përfaqëson vlerën e borxhit, (E) përfaqëson vlerën e kapitalit të aksioneve, (X) është kthimi neto i firmës J para pagesave të interesit (pra, EBIT), dhe (P) është kostoja e kapitalit të aksioneve për një firmë që ka vetëm kapital aksionesh (pra, norma e kapitalizimit), e cila është e pandryshueshme për të gjitha firmat në kategorinë e caktuar. Propozimi (I) do të thotë "Vlera e tregut e çdo firme është e pavarur nga struktura e kapitalit të saj dhe është e dhënë duke kapitalizuar kthimin e pritshëm në normën (P) që i përshtatet klasës së saj. Modigliani dhe Miller (1958, 1963) në teoremën MM (I) argumentojnë se në një treg të përsosur, pa taksa dhe pa shpenzime transaksioni, struktura e kapitalit nuk ka ndikim në vlerën e firmës. Ata sugjerojnë se vlera e një firme është e njëjtë pavarësisht nëse ajo financohet me borxh ose me kapital të aksionerëve. Kjo është për shkak të mundësisë së aksionerëve dhe investitorëve për të krijuar një strukturë të ngjashme kapitali në mënyrë individuale përmes asaj që quhet leva financiare e krijuar nga vetë investitorët.

Propozimi (II) i Modigliani dhe Miller është shprehur në ekuacionin (3):

$$i_j = P + (P - r) * D_j/E_j \quad (3)$$

ku (r) është norma e interesit të borxhit. Propozimi (II) do të thotë: "Vlera e tregut e çdo firme është e pavarur nga struktura e kapitalit të saj dhe është e dhënë duke kapitalizuar kthimin e pritshëm në normën (P) që i përshtatet klasës së saj, plus një

premium lidhur me rrezikun financiar, i barabartë me raportin borxh/kapital herë diferenca midis (P) dhe (r).” (Ghosh & Cai, 2008 p. 13).

Modigliani dhe Miller në teoremën MM (II) theksojnë se në praninë e tatimeve, borxhi mund të sjellë një përfitim fiskal për firmën përmes zbritjeve të shpenzimeve të interesit të borxhit nga baza e tatueshme mbi fitimin. Kjo do të thotë se përdorimi i borxhit mund të rrisë vlerën e firmës, sepse kështu zvogëlon barrën tatimore. Kjo është një nga arsyet kryesore që shumë firma preferojnë përdorimin e borxhit në strukturën e kapitalit të tyre. Këto dy propozime shërbejnë si baza për teorinë e "irrelevancës" së strukturës së kapitalit në kushte ideale dhe "përfitimeve tatimore" në kushte reale, e cila kontribuon në një kuptim më të mirë të zhvillimit të strategjive financiare të firmave në një mjedis të asimetrisë së informacionit dhe të pa përsosmërisë së tregut. Sipas dy hipotezave "të irrilevancës" të Modigliani dhe Miller, përfitimi nga borxhi më i ulët do të kompensohet saktësisht nga rritja e kostos së kapitalit të aksioneve, prandaj rritja e borxhit në strukturën e kapitalit nuk do të rrisë vlerën e firmës. Sipas tyre, struktura e kapitalit të një firme nuk ka ndikim në vlerën apo koston e kapitalit të saj në një firma pa taksa. Për të mbështetur pretendimet e tyre, MM paraqitën një provë. Me konkretisht, ata demonstruan se, sipas supozimeve të tyre, nëse dy biznese (1) ndryshojnë ndjeshëm në mënyrën e financimit të tyre dhe (2) në vlerën totale të tregut të tyre, investitorët do të shisnin aksionet e tyre tek firmat mbivlerësuar dhe do të përdornin paratë e tepruara për të blerë aksione të firmave të nënvlerësuar (Ghosh & Cai, 2008 p. 14). Ky cikël do të vazhdonte deri sa vlerat e tregut tek të dy firmat do të ishin pikërisht të njëjta. Kritika e Durant (1959) vërejti se "qasja e MM-së ndaj koston së kapitalit, e përcaktuar si raporti i fitimeve aktuale ndaj çmimit të tregut, është thelbësisht statike." Është e rëndësishme të theksohet se në punimin e tyre të rishikuar të vitit 1963, MM propozuan se (X) mund të mbetet konstant në një ekuilibër të qëndrueshëm, duke bërë këtë shqetësim të pavlerë. Sipas Stiglitz (1969) dhe Altman (1984), më shumë borxh në strukturën e saj do ta bënte një firmë më të rrezikshme për kreditorët dhe investitorët. Të dy efektet do të vendosnin një kufi efektiv për raportin borxh/kapital të një firme. Megjithatë, teoritë e MM ishin kritikuar kryesisht për supozimet e tyre jo-reale, por duke konsideruar një treg ideal. Duke e kuptuar këtë, MM lehtësuan kundërshtimin kryesor, mungesën e tatimeve të ardhurave, veçanërisht tatimeve të korporatave, në artikullin e tyre të vitit 1963. Teoria MM përcaktoi se, pas marrjes parasysh të tatimeve të ardhurave të korporatave, leva financiare do të rrisë vlerën e firmës, pasi pagesat e shpenzimeve të interesave janë të zbritshëm nga tatimet, ndërsa dividendët për aksionerët nuk janë. Ata demonstruan se firmat që përdorin borxhin (levën) ndryshojnë nga ato që nuk përdorin, në atë që të parat duhet të marrin parasysh çdo "efekt anësor," siç janë përfitimet tatimore. Megjithatë, teoria MM ka marrë mjaft kritika, duke shkaktuar mosmarrëveshje të vazhdueshme mes akademikëve dhe menaxherëve të financave. Një kritikë e zakonshme është se teoria e tyre bazohet në premisa të pabazuara mbi një treg të përsosur, të cilat janë të vështira për t'u realizuar në praktikë. Në tregjet reale, ku mund të ekzistojnë kosto të falimentimit, asimetri informacioni, dhe kosto të tjera, struktura e kapitalit mund të ketë një ndikim të dukshëm mbi vlerën e një firme. Për më tepër, teoritë sot më moderne e kanë zgjidhur këtë problem duke sugjeruar që strukturat e kapitalit janë të ndikuara nga një gamë më e gjerë faktorësh, ku do të konsiderohen në veçanti në vazhdimësi të hulumtimit. Një tjetër kritikë ndaj teorisë së MM ka të bëjë me pasigurinë financiare që mund të sjellë borxhi. Kur një firmë merr borxh, ajo merr përsipër një rrezik shtesë, pasi duhet të paguajë interesat dhe të përmbushë detyrimet e borxhit, pavarësisht nga performanca e saj financiare. Kjo mund të zvogëlojë vlerën e firmës nëse ajo dështon në menaxhimin efikas të borxhit ose përballet me kushte të këqija ekonomike. Si pasojë, shumë firma përdorin një kombinim të borxhit dhe

kapitalit në teknikat e menaxhimit financiar, duke balancuar përfitimet dhe kostot e borxhit, ndërsa marrin parasysh rrezikun e falimentimit dhe pasigurinë ekonomike.

Pra, si konkluzion teoria e strukturës së kapitalit e zhvilluar nga Modigliani dhe Miller ka shënuar një pikë kthese në literaturën e financave duke vendosur një themel teorik për të analizuar marrëdhënien ndërmjet strukturës së financimit dhe vlerës së firmës. Duke filluar nga supozimet e tregjeve të përsosura dhe duke avancuar më tej me përfshirjen e taksave dhe efekteve të tjera reale, kjo teori ka hapur rrugën për zhvillimin e qasjeve alternative si teoria e kompensimit dhe ajo e rendit të zgjedhjes së financimit.

2.1.2 Teoria e Millerit

Në këtë nën seksion do të trajtohet vazhdimësia e teorisë moderne të strukturës së kapitalit, e njohur ndryshe si “teoria e Millerit”, duke marrë në konsideratë qasjen e saj ndaj kritikave të teorisë së “MM”.

Katërmëdhjetë vjet pas artikullit të tij korrigjues të vitit 1963, në vitin 1977 akademiku profesor Miller përfshiu taksën e të ardhurave personale në teorinë e Modigliani dhe Miller (MM), të cilat tashmë përfshinin taksën e korporatave. Ai paraqiti një formulë për fitimet që sjell përdorimi i levës financiare për aksionerët e një firme që mban aktive reale. Miller argumentoi se, megjithëse teorikisht, të dyja, korporatat dhe individët mund të marrin borxhe me të njëjtën normë, korporatat zakonisht huazojnë me një normë me të privilegjuar, ndërsa individët përballen me norma më të larta borxhi. Për më tepër, Miller supozoi se përfitimet tatimore nga borxhi korporativ do të ishin të njëjta për të gjitha firmat, megjithatë, në realitet, firmat më të mëdha përfitojnë më shumë nga leva financiare për shkak të ekonomive të shkallës dhe të tjera përfitime tatimore jo-borxhi, siç janë lehtësitë për shpenzimet e amortizimit dhe kontributet më të mëdha të paguara në fondet e pensioneve private (Miller, 1977 p. 266).

Përveç kësaj, si MM ashtu edhe Miller injorojnë realitetet praktike të tarifave të ndërmjetësimit, kostove të transaksioneve, pasigurisë financiare, kostove të agjencisë dhe asimetrisë së informacionit, të cilat si pasojë duhet domosdoshmërisht të merren në konsideratë. Miller gjithashtu argumentoi se në kushte ekuilibri, përfitimi tatimor nga lëvrimi i borxhit do të neutralizohej nga taksimi personal, duke e bërë strukturën e kapitalit të pa përfshire në vlerën dhe koston e kapitalit të një firme. Ky koncept ekuilibri supozon se levat e firmave dhe levat personale janë plotësisht zëvendësuese, por në realitet ato nuk janë. Investimet personale mbartin përgjegjësi të pakufizuar, ndërsa aksionerët e firmave gëzojnë përgjegjësi të kufizuar (kushtëzuar nga forma ligjore e firmës, si p.sh. Sh.p.k), gjë që mund të pengojë individët të angazhohen në aktivitete arbitrazhi dhe të shtrembërojnë kushtet e ekuilibrit. Këto konsiderata sugjerojnë se modelet MM dhe Miller e thjeshtësojnë tepër kompleksitetin e strukturës së kapitalit dhe pasojat e përdorimit të levës financiare në botën reale. Në përmbledhje nga argumentimi, mund të themi se teoria e Modigliani dhe Miller është një nga teoritë më themelore të strukturës së kapitalit dhe ka luajtur një rol të rëndësishëm në zhvillimin e mëtejshëm të teorisë të menaxhimit financiar. Megjithatë, edhe pse ajo ka ofruar një bazë teorike të fortë për analizën e strukturës së kapitalit, aplikimi i saj në realitet është i dobët dhe kërkon të marrë parasysh faktorë të tjerë të rëndësishëm të botës reale, si asimetritë e informacionit, koston e falimentimit dhe përfitimet tatimore. Teoritë më të fundit, si ajo e Kraus dhe Litzenberger (1973), Myers dhe Majluf (1984), kanë zhvilluar më tej kuptimin e strukturës së kapitalit, duke marrë parasysh këto aspekte dhe duke ofruar një kuptim më të plotë të procesit të vendimmarrjes financiare të firmave.

Pra, si konkluzion, origjina e strukturës së kapitalit lidhet ngushtë me zhvillimin e teorive ekonomike dhe financiare, të cilat kanë evoluar për të përfshirë një gamë të gjerë faktorësh, duke përfshirë rreziqet (kostot e falimentimit), përfitimet e borxhit, asimetritë e informacionit dhe ndikimin e politikave makroekonomike. Këto teori janë themeli i analizave financiare dhe menaxhimit të kapitalit, dhe vazhdojnë të jenë një fushë kërkimi dhe debati i rëndësishëm në ekonominë moderne të financave.

2.2 Struktura optimale e kapitalit: Një Pasqyrë Analitike

Në këtë seksion do të trajtojmë argumentet që kanë evoluar ndër vite për t'ju përgjigjur pyetjes nëse ekziston një strukturë ideale apo e synuar e kombinimit borxh - kapital që maksimizon vlerën e firmës duke minimizuar koston mesatare të kapitalit.

Edhe pse disa teori sugjerojnë se struktura optimale e kapitalit nuk ekziston dhe nuk ka arsye përse duhet të ekzistojë (Myers, 2002) - kjo për shkak të parëndësisë së mënyrës së financimit ndaj vlerës së firmës - shumë studiues pranojnë se faktorët si performanca, likuiditeti, rreziku financiar, fleksibiliteti dhe informacioni asimetrik luajnë një rol vendimtar (Myers, 2002, Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Antoniou et al., 2002; Frank & Goyal, 2003, 2009). Kështu, qe menaxherët përpiqen të identifikojnë një strukturë të arsyeshme që ruan ekuilibrin midis borxhit dhe kapitalit të vet për të maksimizuar pasurinë e aksionarëve.

Në qendër të debatit akademik mbi strukturën e kapitalit qëndron çështja nëse ekziston një strukturë ideale (optimale) apo, të paktën, një strukturë e synuar e kapitalit. Bëhet fjalë për një raport mes borxhit dhe kapitalit që ul koston mesatare të kapitalit dhe, si rrjedhojë, maksimizon vlerën e firmës. "Lloji i financimit drejt të cilit firmat e orientojnë gradualisht strukturën e tyre të kapitalit njihet si struktura e synuar e kapitalit" (Baker & Martin, 2011, p. 133). Megjithatë, ekzistojnë mendime të ndryshme lidhur me ekzistencën e një strukture ideale të kapitalit. Sipas Baker dhe Martin, (2011, p. 2.) të cilët shprehen se "një strukturë optimale e kapitalit nuk ekziston, pasi vlera e një firme është e pavarur nga mënyra e financimit të saj". Megjithatë, vështirësia e përcaktimit të një strukture kapitali të përshtatshme ose ndryshe optimale, e cila ndikohet nga burimet e financimit afatgjatë që përdoren, ka qenë një temë e diskutimi për dekada me radhë. Pavarësisht zhvillimeve të rëndësishme në hulumtime teorike dhe empirike, studiuesit dhe menaxherët financiarë vazhdojnë të përballen me pyetjen nëse burimet e kapitalit ndikojnë në vlerën e një firme dhe, nëse po, deri në çfarë mase dhe në cilën mënyrë. Ky problem mbetet kritik për këta aktorë, pasi struktura e kapitalit mund të ndikojë ndjeshëm në riskun dhe kthimet e një firme.

Sipas Brigham dhe Ehrhardt (2008), argumentojnë se vlera e një biznesi është vlera aktuale e të gjitha flukseve të ardhshme të parave të pritshme, të skontuara në normën e koston mesatare të kapitalit të firmës (WACC), dhe se struktura optimale e kapitalit është ajo që minimizon WACC-në, duke maksimizuar kështu vlerën e firmës. Struktura e kapitalit të një firme zakonisht shprehet nëpërmjet raporteve të borxhit, siç është raporti borxh/kapital ose borxh/aktive Brigham dhe Ehrhardt (2008, p. 578). Shumë autorë, si Lasher (2003), Moyer et al., (2003) dhe Correia et al., (2006), kanë theksuar se rritja e nivelit të financimit me borxh mund të sjellë rritje të fitimeve për aksion (EPS) dhe kthimit mbi kapital (ROE). Megjithatë, një nivel më i lartë borxhi nuk çon gjithmonë në rritjen e pasurisë së aksionarëve. Prandaj sfida, është të identifikohet *balanca e duhur* midis borxhit dhe kapitalit që do të çojë në maksimizimin e çmimit të

aksioneve të firmës, siç kërkohet edhe nga teoria e kompensimit (TOT). Kombinimi i borxhit dhe kapitalit që maksimizon çmimin e aksioneve përbën strukturën ideale të kapitalit për një firmë. Megjithëse ky objektiv mund të ndryshojë me kalimin e kohës, menaxhimi ka gjithmonë një strukturë të synuar të kapitalit në mendje, e cila, me shumë gjasa, përputhet me atë ideale. Struktura e kapitalit të një firme ndikohet nga një sërë faktorësh, përfshirë këtu: (1) situatën tatimore, (2) rrezikun e biznesit, (3) nevojën për fleksibilitet financiar, (4) qasjen e menaxhimit – nëse është më agresive apo më konservatore – dhe (5) perspektivat për rritje, Brigham dhe Ehrhardt (2008, p. 597).

Në identifikimin e balancës së duhur midis borxhit dhe kapitalit që do të çojë në maksimizimin e çmimit të aksioneve të firmës duhen pasur parasysh këto elemente:

Së pari, përcaktimi i strukturës ideale të kapitalit paraqet një *sfidë në praktikë*, ku menaxherët shpesh herë përjetojnë pasiguri edhe gjatë përpjekjes për të përcaktuar një diapazon të arsyeshëm për një strukturë të tillë. Prandaj, menaxherët ose drejtuesit financiarë përqendrohen më tepër në vlerësimin nëse firmat e tyre po përdorin shumë pak apo tepër borxh, sesa në përcaktimin e sasisë saktësisht ideale të tij. Së dyti, çmimi i aksioneve të një firme mund të mos ndikohet ndjeshëm, edhe nëse struktura reale e kapitalit të saj ndryshon ndjeshëm nga ajo që konsiderohet ideale në teori. Në përgjithësi, menaxherët financiarë i konsiderojnë vendimet operationale (veçanërisht ato që lidhen me buxhetimin e kapitalit dhe drejtimin strategjik të firmës), si më të rëndësishme sesa vendimet për strukturën optimale të kapitalit. Në terma të përgjithshëm, mund të themi se menaxherët financiarë i japin më shume përparësi përcaktimit të një niveli "të kujdesshëm" të borxhit përkundrejt përpjekjes për të përcaktuar një vlerë saktësisht ideale. Një nivel i kujdesshëm borxhi është ai që: (1) ruan rrezikun financiar brenda kufijve të pranueshëm, (2) siguron fleksibilitet për financime të ardhshme dhe (3) i mundëson firmës të mbajë një vlerësim të favorshëm për kredi, duke përfituar njëkohësisht nga shumica e avantazheve që ofron përdorimi i borxhit (Brigham dhe Ehrhardt, 2008, p. 606). Si rrjedhojë, një ngarkesë e arsyeshme borxhi do ta mbrojë firmën nga vështirësitë financiare në të gjitha rastet, përveç atyre më ekstreme në aspektin ekonomik, dhe do të garantojë qasje në tregjet e kapitalit dhe në fondet e nevojshme në shumicën e situatave. Duhet theksuar se, përcaktimi i strukturës së përshtatshme të kapitalit mbetet ende një proces i paqartë, i cili duhet të mbështetet si në analiza sasiore, ashtu edhe në gjykim të mire informuar dhe të arsyetuar me kujdes. *“Kjo strukturë mund të modelohet përmes një ekuacioni regresioni të bazuar në të dhëna specifike të firmës ose përmes strukturës mesatare historike të kapitalit”* (Brigham dhe Ehrhardt, 2008, p. 607).

Sipas Baker dhe Powell (2005, p. 4), menaxhimi financiar është “një proces i integruar vendimmarrjeje që ka të bëjë me sigurimin, financimin dhe menaxhimin e aktiveve për të arritur një objektiv të përgjithshëm brenda një njësie biznesi.” Jensen (2001) pohon se shumica e ekonomistëve financiarë besojnë se maksimizimi i vlerës afatgjatë të tregut të firmës duhet të jetë kriteri kryesor për vlerësimin e performancës dhe përzgjedhjen ndërmjet alternativave të ndryshme. Ai thekson se ky koncept i maksimizimit të vlerës bazohet në mbi 200 vite kërkim shkencor në fushën e financës dhe ekonomisë. Duke synuar maksimizimin e pasurisë së aksionarëve, menaxherët përfaqësojnë me sukses interesat e pronarëve të firmës, të cilët janë pretenduesit e fundit mbi të ardhurat. Në shumicën e rasteve, objektivi për të maksimizuar vlerën e përgjithshme të firmës përputhet ngushtësisht me qëllimin për të maksimizuar pasurinë e aksionarëve. Vendimet financiare janë ngushtësisht të lidhura me vendimet investuese, nëse një firma ka nevojë për fonde të mjaftueshme për të mbështetur aktivitetet që rrjedhin nga zgjedhjet e saj investuese. Në këtë rast struktura e kapitalit i referohet kombinimit të burimeve të financimit që përdor firma, përfshirë borxhin,

kapitalin vetjak dhe instrumentet hibride, për të financuar këto aktive, operacionet dhe rritjen e saj të ardhshme. Zgjedhja e burimeve të kapitalit ka pasoja të rëndësishme për firmën, pasi mund të ndikojë si në vlerën e saj, ashtu edhe në pasurinë e aksionarëve. Për shembull, ndonëse borxhi mund të jetë forma më e lirë e kapitalit, përdorimi i tij për të krijuar levë financiare rrit në mënyrë të pavullnetshme gjithashtu rrezikun financiar. Huamarrja jo vetëm që rrit rrezikun e falimentimit të firmës, por gjithashtu e bën më të paqëndrueshme kthimin mbi kapitalin vetjak dhe fitimin për aksion. Me rritjen e levës, përfitimet nga kostoja më e ulët e borxhit fillojnë të zbehen për shkak të rritjes së rrezikut financiar dhe potencialit për vështirësi financiare apo falimentim. Ashtu si shumica e vendimeve financiare, edhe vendimmarrja për financimin me borxh përfshin një kompromis midis koston (rrezikut) dhe përfitimit (kthimit). Për më tepër Barclay dhe Smith (1999, p. 8) theksojnë: “Një debat i përhershëm në financat e korporatave ka të bëjë me pyetjen mbi strukturën optimale të kapitalit: Duke pasur një nivel të caktuar kapitali të nevojshëm për të mbështetur aktivitetet e një firme, a ekziston një mënyrë për ta ndarë këtë kapital ndërmjet borxhit dhe kapitalit vetjak në mënyrë që të maksimizohet vlera aktuale e firmës? Dhe nëse po, cilët janë faktorët kritikë në përcaktimin e raportit të levës për një firmë të dhënë?”. Ky kombinim financiar që maksimizon vlerën e firmës njihet ndryshe si struktura optimale e kapitalit. Megjithatë, ekzistojnë mendime të ndryshme mbi ekzistencën e një strukture ideale të kapitalit. Disa argumentojnë se një strukturë optimale nuk ekziston, pasi vlera e një firme është e pavarur nga mënyra e saj e financimit. Disa argumentojnë se mund të përcaktojnë të paktën në parim strukturën më të përshtatshme të kapitalit për një firmë. Gjatë pesë dekadave të fundit, studiuesit kanë zbutur supozimet kufizuese që qëndrojnë në themel të tezës për parëndësinë e strukturës së kapitalit, duke përfshirë pengesa reale të tregjeve financiare në modelet e tyre, duke marrë parasysh elementë të botës reale siç qe nuk u konsideruan nga teorema e MM.

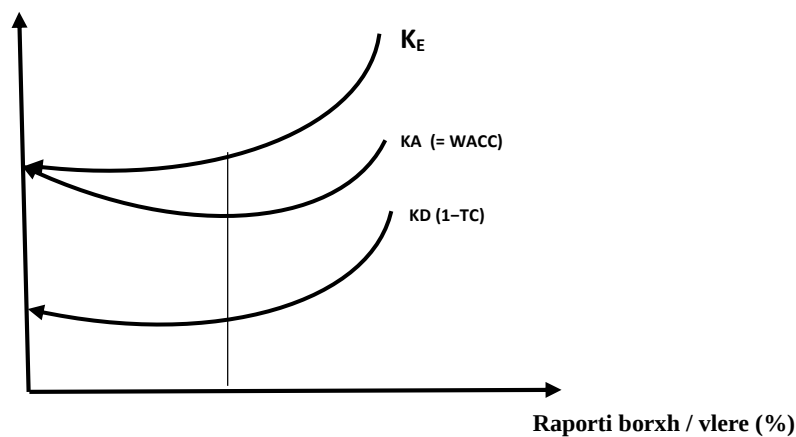
Për të shpjeguar me tej rëndësinë e strukturës së kapitalit, janë zhvilluar disa teori përkatëse, përfshirë teorinë e kompensimit (Kraus & Litzenberger, 1973), teorinë e rendit të preferuar të zgjedhjes (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), teorinë e sinjalizimit (Ross, 1977), dhe teorinë e kohës së tregut (Baker & Wurgler, 2002) të cila do të trajtohen në veçanti. Këto qasje teorike trajtojnë çështje të rëndësishme si përfitimet tatimore, asimetria e informacionit, konfliktet e interesit (problemet e agjencisë), dhe kostot e vështirësive financiare. Megjithëse secila teori ofron njohuri të vlefshme, asnjëra prej tyre nuk është në gjendje të shpjegojë në mënyrë të plotë dhe unifikuese të gjitha aspektet e sjelljes së strukturës së kapitalit. Pavarësisht kërkimeve të shumta, përcaktimi i kombinimit të saktë të financimit që maksimizon vlerën e tregut të një firme mbetet ende një çështje e pazgjidhur. Tashmë mund të lidhim qasjen moderne të teorive të kostove të agjencisë dhe përfitimet tatimore me literaturën bashkëkohore të financave të korporatave. Ekuacioni (4) më poshtë shpreh vlerën e një firme me leve (V_L) në terma të vlerës së një firme pa leve (V_U), të rregulluar për vlerën aktuale (PV) të përfitimeve tatimore, kostove të falimentimit, si dhe kostove të agjencisë që lidhen me borxhin dhe kapitalin vetjak (Ghosh & Cai, 2008 p.17):

$$V_L = V_U + PV \text{ e përfitimeve tatimore} - PV \text{ e kostove të falimentimit} - PV \text{ e kostove të agjencisë të kapitalit} - PV \text{ e kostove të agjencisë të borxhit} \quad (4)$$

Këtë marrëdhënie e paraqesim në figurën 2.1, ku vlera e firmës maksimizohet në momentin kur kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit është në minimum. Kostoja e borxhit pas tatimit, $K_D(1-T_C)$, fillimisht është e ulët për shkak të zbritjes tatimore të interesave, por rritet gradualisht me shtimin e levës për të kompensuar kreditorët për

rrezikun në rritje. Kostoja e kapitalit vetjak, (K_E), është më e lartë se ajo e borxhit dhe rritet me një ritëm më të shpejtë kur leva rritet, pasi aksionarët kërkojnë kthime më të larta për të kompensuar rrezikun financiar shtesë që shoqëron nivelin më të lartë të borxhit. Kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit, $K_A (= WACC)$, do të bjerë fillimisht për shkak të koston më të ulët të borxhit, do të arrijë pikën e saj më të ulët, dhe më pas do të fillojë të rritet sërish pasi si kostoja e kapitalit vetjak, ashtu edhe ajo e borxhit, nisin të rriten. Kjo përfaqëson teorinë standarde klasike të strukturës optimale të kapitalit sipas modelit të kompensimit (TOT). Siç paraqitet në pjesën e poshtme të figurës, vlera e firmës me leve, (V_L), do të fillojë të rritet ndërsa raporti i borxhit shtohet dhe kostoja mesatare e ponderuar e kapitalit bie, duke arritur pikën maksimale përpara se të nisë të bjerë sërish kur WACC fillon të rritet. Gjithashtu pika D/V^* përfaqëson momentin kur raporti borxh/kapital arrin vlerën e tij optimale (Ghosh & Cai, 2008 p.17; Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 631).

Kosto kapitalit (%)



Vlera firmës, V (%)

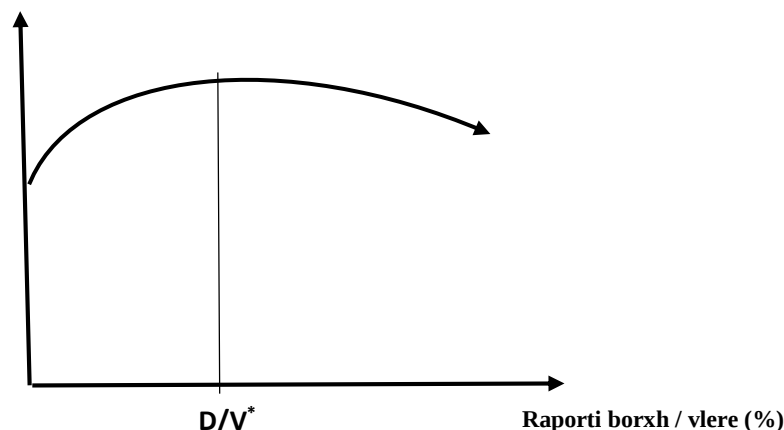


Figura 1, paraqet grafikun e koston mesatare të ponderuar të kapitalit, koston së kapitalit vetjak, koston së borxhit pas tatimit dhe vlerën e firmës kundrejt raportit të borxhit. ⁶

Sjellja e firmave sipas Brigham dhe Ehrhardt, (2008, p. 632), mund të shpjegohet duke kombinuar kështu teorinë e informacionit asimetrik me teorinë e kompensimit: Së pari,

⁶ Burimi: përshtatur nga autorët Ghosh dhe Cai, (2008 p.17), Brigham dhe Ehrhardt, (2008, p. 631).

firmat duhet të përfshijnë një nivel të caktuar borxhi në strukturën e tyre të kapitalit, pasi financimi përmes borxhit ofron përparësi për shkak të zbritjes tatimore të shpenzimeve të interesave. Së dyti, megjithatë, përfitimet tatimore të borxhit zbehen nga kostot e agjencisë, kostot e falimentimit dhe vështirësitë e tjera financiare, të cilat kufizojnë përdorimin e borxhit pas një kufiri të caktuar. Firmat që fokusohen në alternativa rritjeje jo materiale, si shpenzimet në kërkim dhe zhvillim, janë veçanërisht të ndjeshme ndaj efekteve negative të vështirësive financiare. Për shkak të problemeve serioze që sjell paqëndrueshmëria financiare tek këto firma, ato që e bazojnë vlerën e tyre kryesisht në alternativa jo materiale të rritjes duhet ti japin përparësi aksioneve të kapitalit ndaj borxhit, edhe në rastet kur burimet e brendshme nuk mjaftojnë. Në krahasim me firmat që kanë baza aktive kryesisht të prekshme (aktive të trupëzuara), këto biznese duhet të mbajnë nivele më të ulëta borxhi dhe me tepër kapital. Se treti, firmat me rritje të ulët duhet të ndjekin një rend hierarkik financimi (POT), duke siguruar fonde fillimisht nga burimet e brendshme, më pas përmes huamarrjes (borxhit bankar) dhe, në fund, përmes emetimit të aksioneve të reja (kapitalit), për shkak të problemeve që lindin nga informacioni asimetric dhe kostot e larta të emetimit. Në praktikë, këto firma me rritje të ulët rrallëherë kanë nevojë të mbledhin kapital të jashtëm. Së fundmi, për shkak të informacionit asimetric, firmat duhet të ruajnë një kapacitet rezervë huamarrjeje. Kjo do t'u mundësojë atyre të përfitojnë nga mundësi investimi të favorshme pa qenë të detyruara të emetojnë aksione kur çmimet janë të ulëta, çka do të rezultonte në një raport real borxhi më të ulët sesa ai që sugjerohet nga modelet e kompensimit.

Pra, si konkluzion analiza e strukturës së kapitalit tregon se, ndonëse nuk ka një konsensus të plotë mbi ekzistencën e një strukture optimale unifikuese, shumica e studimeve theksojnë rëndësinë e një qasjeje të kujdesshme dhe të balancuar ndaj vendimeve financiare kundrejt raportit borxh – kapital vetjak. Faktorë të tilla si përfitimet fiskale të borxhit, kostoja e mundshme e falimentimit (risku), informacioni asimetric, performanca, likuiditeti, dhe fleksibiliteti financiar ndikojnë ndjeshëm në përcaktimin e kombinimit të duhur midis kapitalit të huaj dhe atij vetjak. Për këtë arsye, menaxherët dhe drejtuesit duhet të analizojnë kontekstin specifik të operimit të firmës, qëllimet afatgjata dhe rreziqet e mundshme potenciale për të ndërtuar një strukturë kapitali të përshtatshme dhe të balancuar.

2.3 Teoritë mbi strukturën e kapitalit

Ky seksion shqyrton modelet kryesore teorike mbi strukturën e kapitalit, duke analizuar mënyrën se si modele të ndryshme teorike, përpiqen të shpjegojnë variacionet ndërmjet dhe brenda industrive. Pavarësisht mungesës së një modeli universal që përputhet plotësisht me të gjitha faktet empirike të gjetura, në këtë seksion do trajtohen teoritë klasike si teoria e rendit të zgjedhjes, e kompensimit, e kostos së agjentit, e sinjaleve, e kohës së tregut, e kontrollit korporatave dhe e kostos së produktit.

Nuk ekziston një model gjithëpërfshirës i strukturës së kapitalit që të marrë parasysh të gjitha faktet empirike, pavarësisht se studiuesit dhe drejtuesit në përgjithësi bien dakord se struktura e kapitalit nuk është e parëndësishme në përcaktimin e vlerës së firmës. Modele të ndryshme hasin vështirësi në përputhjen me fakte të ndryshme, dhe megjithëse të gjitha modelet ekzistuese arrijnë të shpjegojnë disa nga faktet e njohura

teorike, ato mund gjithashtu t'i kundërshtojnë ato. Teoria (POT) dhe teoria (TOT) janë dy nga modelet më të përhapura, nisur nga kjo, një trajtim më i hollësishëm i këtyre dy modeleve paraqitet në këtë seksion. Për një sërë arsyes pritet që strukturat e kapitalit të ndryshojnë ndjeshëm midis industrive, por edhe firmat brenda të njëjtës industri shpesh kanë struktura kapitali të ndryshme. Pyetja që me të drejtë ngrihet për vëmendje të mëtejshme, është se çfarë i shkakton këto ndryshime? Studiues dhe profesionistë të fushës kanë zhvilluar një sërë teorish klasike në përpjekje për t'i dhënë përgjigje kësaj pyetjeje. Disa prej këtyre teorive trajtohen në seksionet që vijojnë.

2.3.1 Teoria e rendit të zgjedhjes

Në këtë nën seksion do të trajtohet teoria e rendit të zgjedhjes, ku do të merret në konsideratë për të evidentuar nëse firmat në qarkun e Tiranës janë në përputhje me të.

Donaldson në vitin 1961, ishte i pari që propozoi idenë e rendit të preferuar të financimit. Ai realizoi një studim mbi një mostër të firmave të mëdha, ku u konstatua se drejtuesit kishin një preferencë të fortë për gjenerimin e brendshëm të fondeve si burim i financimit të ri, në krahasim me fondet e jashtme. Myers (1984) më pas formuloi hipotezën e rendit të preferuar për të shpjeguar mënyrën se si firmat vetë-financohen dhe pasojat që kjo ka mbi strukturën e kapitalit. Sipas Myers dhe Majluf (1984), nëse investitorët e jashtëm nuk zotërojnë të njëjtin nivel informacioni si personeli i brendshëm i firmës, tregu mund të nënvlerësojë gabimisht aksionet. Kur firmat emetojnë aksione për të financuar projekte të reja, nënvlerësimi i mundshëm mund të bëjë që investitorët e rinj të përfitojnë më shumë se vlera aktuale neto (VAN) e projektit, duke rezultuar në humbje për pronarët ekzistues. Në raste të tilla, drejtimi mund të refuzojë projektin, edhe nëse ai ka një vlerë aktuale neto pozitive (Baker & Martin, 2011, p. 85).

Për të shmangur këtë shtrembërim, menaxherët ndjekin atë që Myers në seminarin e tij e quajti rendi i preferuar i zgjedhjes (POT). Ai propozoi se menaxherët i japin përparësi financimit të projekteve në këtë rend: fillimisht fitime të mbajtura, me pas borxhe me rrezik të ulët, dhe më pas borxhe me rrezik më të lartë, dhe në përfundim me emetim kapitali të ri. Firma do të emetojë aksione vetëm si zgjidhje të fundit, kur kërkesat për investim e tejkalojnë fitimin dhe financimi përmes borxhit do të çonte në një nivel levë të tepruar e cila mund të sillte kosto falimentimi.

Kështu që autorët Myers dhe Majluf (1984), si dhe Myers (1984), propozuan hipotezën e rendit të preferuar të financimit (POT), e cila mbështetet në ekzistencën e informacionit asimetric midis individëve brenda firmës dhe investitorëve të jashtëm, duke sjellë gjithashtu pasojat të zgjedhjes së pafavorshme. Menaxherët kanë një kuptim më të thelluar të aktiveve dhe potencialit të rritjes së firmës sesa investitorët e jashtëm. Si pasojë, investitorët vëzhgojnë vazhdimisht vendimet për financim për të nxjerrë informacion mbi perspektivat e firmës. Në kundërshtim me teorinë (TOT), teoria (POT) nuk jep parashikime lidhur me raportin optimal të borxhit. Kjo teori sugjeron se struktura e kapitalit e një firme përcaktohet nga nevojat afatgjata për financim dhe përpjekjet për të minimizuar kostot e përzgjedhjes së pafavorshme.

Menaxherët mund të hezitojnë të emetojnë aksione të reja nëse besojnë se ndërmarrja është nënvlerësuar, për shkak të informacioneve të tyre më të mëdha mbi vlerën reale të saj. Kjo ndodh sepse emetimi i aksioneve të reja shkakton zvogëlimin e pjesëmarrjes së aksionarëve ekzistues. Në këtë rast, aksionarët e rinj do të përfitonin në kurriz të aksionarëve ekzistues, të cilët mund të kundërshtojnë një emetim të tillë. Prandaj, firmat

emetojnë aksione të reja vetëm kur menaxherët besojnë se ato janë të mbivlerësuar (Baker & Martin, 2011, p. 19). Në këtë rast, njoftimi për një emetim aksionesh dërgon një sinjal negativ në treg, duke sugjeruar se aksionet janë të mbivlerësuar. Kjo çon shpesh në rënien e çmimit të aksioneve në ditën e njoftimit, duke reflektuar kështu kostot e informacionit asimetrik.

Pra, mund të themi se mënyra më e mirë për një firmë që të përmbushë nevojat e saj për financim është përdorimi i fondeve të brendshme, sa herë që është e mundur. Kjo qasje minimizon problemet e informacionit asimetrik. Kur fondet e brendshme nuk mjaftojnë, ndërmarrja mund të emetojë borxh, pasi ky lloj financimi ndikohet më pak nga informacioni asimetrik sesa aksionet. Instrumentet hibride, si borxhi i konvertueshëm, përbëjnë burimin tjetër të financimit, ndërsa emetimi i aksioneve mbetet opsioni i fundit (Baker & Martin, 2011, p. 20). Teoria (POT) i klasifikon burimet e financimit sipas ndikimit të tyre nga informacioni asimetrik, ku fondet e brendshme përballen me kostot më të ulëta të zgjedhjes së pafavorshme, ndërsa aksionet me kostot më të larta. Interpretimi më rigoroz i kësaj teorie sugjeron se, pas ofertës publike fillestare (IPO), një firmë nuk duhet të emetojë aksione të reja, përveçse nëse financimi përmes borxhit nuk është më i mundur. Sipas Shumway (2001) dhe Lemmon dhe Zender (2010), kapaciteti i borxhit kufizon nivelin e huamarrjes dhe e bën të nevojshme përdorimin e aksioneve në një hierarki financimi.

Pavarësisht kësaj, literatura kërkimore nuk ofron ende një përkufizim të unifikuar për kapacitetin e borxhit. Megjithatë, një raport borxhi mjaftueshëm i lartë, i cili kufizon emetimet e mëtejshme të borxhit, mund të shpjegojë pse firmat shpesh emetojnë aksione në mënyrë të tepruar dhe në kohë jo të përshtatshme (Frank & Goyal, 2003; Fama & French, 2005). Hipoteza e përzgjedhjes së pafavorshme që ndryshon me kohën shpjegon vendimet financiare të firmave në mënyrë të ngjashme me teorinë (POT). Sipas Lucas dhe McDonald (1990), si dhe Korajczyk et al., (1992), firmat kanë më shumë gjasa të emetojnë aksione kur çmimet e aksioneve janë të larta dhe kostot e informacionit asimetrik janë të ulëta. Hulumtimet empirike më të fundit e konfirmojnë këtë ide, duke treguar se asimetria e përkohshme e ulët e informacionit rrit mundësinë për emetimin e aksioneve (Bharat, et al., 2008; Autore & Kovacs, 2010; Bessler et al., 2010).

Sipas autorëve Brigham dhe Ehrhardt (2008, p. 580), prania e kostove të emetimit dhe e informacionit asimetrik mund ta detyrojë një firmë të sigurojë kapital sipas një rendi të caktuar. Fillimisht, firma siguron kapital nga burimet e brendshme, duke ri investuar të ardhurat neto dhe duke shitur letra me vlerë afatshkurtra që janë të tregtueshme. Pasi këto fonde të jenë shpenzuar, ndërmarrja mund të emetojë borxh ose aksione të privileguara. Vetëm si mundësi të fundit, firma do të emetonte aksione të zakonshme. Teoria (POT), siç përshkruhet nga Myers në vitin 1984, pohon se:

1. Firmat preferojnë financimin nga burimet e brendshme siç janë fitimet e pashpërndara.
2. Ato aplikojnë përqindjet e synuara të pagesës së dividendëve në përputhje me mundësitë e tyre investuese, duke u përpjekur të shmangin ndryshimet e papritura në politikën e dividendëve.
3. Luhatjet e paparashikueshme në fitime dhe mundësitë për investim, së bashku me një politikë të qëndrueshme të dividendëve, mund të bëjnë që fluksi i brendshëm i parasë të jetë herë më i lartë dhe herë më i ulët sesa shpenzimet kapitale.
4. Kur kërkohet financim i jashtëm, firmat duhet ti japin përparësi opsioneve më të sigurta. Kjo do të thotë se ato fillojnë me huamarrje nga institucionet financiare, pastaj mund të përdorin instrumente hibride si obligacionet e konvertueshme, dhe në fund, si zgjedhje e fundit, emetojnë aksione.

Teoria tradicionale (TOT) sugjeron se firmat synojnë të arrijnë një raport të synuar borxhi me kalimin e kohës (Taggart, 1985; Jalilvand & Harris, 1984; Auerbach, 1985). Sipas teorisë (POT), raportet e borxhit ndryshojnë në varësi të flukseve të brendshme të parasë dhe mundësive për investim. Firmat fitimprurëse shpesh kanë raporte të ulëta borxhi dhe hua marrin vetëm kur investimet tejkalojnë burimet e brendshme. Firmat me një raport të lartë të pagesës së dividendëve mund të kenë nevojë të marrin borxh për të financuar investimet, për shkak të mungesës së burimeve të brendshme. Firmat me humbje mbështeten tërësisht në financimin e jashtëm, duke përfshirë emetimin e aksioneve, pasi nuk kanë flukse të brendshme për të mbështetur mundësitë për investim (Ghosh & Cai, 2008 p. 21).

Ideja e rendit të preferuar bazohet në “asimetrinë e informacionit”⁷ ndërmjet përdoruesve të brendshëm (menaxherëve/drejtuesve) dhe përdoruesit të jashtëm (aksionerëve/investitorëve potenciale). Sipas Myers (1984), ekzistojnë tre pasoja të drejtpërdrejta:

1. Aksionet e brendshme janë më preferuese se ato të jashtme, pasi lejojnë përdorimin automatik të flukseve të tepërta të parasë nga operacionet, pa qenë nevoja për të zbuluar informacion shtesë ndaj investitorëve.
2. Rezerva financiare është me vlerë. Ajo përfshin paratë e gatshme, letrat me vlerë të tregtueshme, dhe aktivet reale të shitshme. Firmat që zotërojnë aktive likuide mund t'i shndërrojnë me lehtësi mundësitë për investim në kapital të disponueshëm, pa pasur nevojë të hyjnë në tregjet e obligacioneve ose të shesin aksione me zbritje në vlerë.
3. Për financimin e jashtëm, borxhi është më i preferuar se aksionet, për shkak të sigurisë më të madhe dhe ndjeshmërisë më të ulët ndaj problemeve që lidhen me informacionin asimetrik. Gjithashtu, Myers pranoi se teoria e rendit të preferuar nuk është plotësisht e saktë në praktikë, sepse firmat shpesh zgjedhin të emetojnë aksione në vend të borxhit, për arsye të ndryshme. Megjithatë, kjo teori e shpjegon më mirë lidhjen negativisht të fortë ndërmjet levës financiare dhe performances, një marrëdhënie që teoria e kompensimit nuk arrin dot ta shpjegojë. Teoria moderne e strukturës së kapitalit bën një krahasim ndërmjet teorisë së strukturës optimale dhe teorisë (POT). Të dyja këto teori janë domethënëse, që do të thotë se secila prej tyre ka efektivitet më të lartë në rrethana të caktuara. Të dyja teoritë kanë përparësitë dhe kufizimet e tyre, që mund të testohen përmes metodave të avancuara statistikore (Ghosh & Cai, 2008 p. 22).

Krasker (1986) testoi hipotezën e (POT) dhe arriti në përfundime të ngjashme me ato të Myers (1984). Arias et al., (2004) analizuan vlefshmërinë e kësaj teorie të SME-ve dhe arritën rezultate të përputhshme me modelin. Narayanan (1988), Heinkel dhe Zechner (1990) prodhuan gjithashtu rezultate të krahasueshme me ato të Myers. Megjithatë, për shkak të asimetrisë së informacionit mbi vlerën reale të projekteve, ekziston rreziku që firmat të investojnë më tepër në projekte me vlerë aktuale neto (VAN) negative. Sipas Narayanan (1988), kur firmat kanë mundësinë të zgjedhin midis emetimit të borxhit ose aksioneve, ato zakonisht zgjedhin të emetojnë borxh, ose në të kundërt, refuzojnë projektin. Narayanan zbuloi se emetimi i borxhit të ri redukton mbi investimin, ndërsa Heinkel dhe Zechner (1990) arritën në përfundimin se edhe borxhi ekzistues ka të njëjtin efekt, duke kufizuar më shumë mbi investimin krahasuar me financimin përmes aksioneve. Studime të tjera e trajtojnë teorinë (POT) në mënyrë të tërthortë. Korajczyk et al., (1991), si dhe Choe et al., (1993), zbuluan se firmat priren të emetojnë aksione gjatë periudhave të bumit ekonomik, kur pritshmëritë e

⁷ Asimetria e informacionit është një koncept themelor në financë. Ajo ndodh kur njëra palë në një transaksion ka më shumë ose më mirë informacion se pala tjetër. Në kontekstin e strukturës së kapitalit dhe vendimeve financiare, kjo ka pasoja të rëndësishme.

investitorëve janë pozitive. Po ashtu, Korajczyk et al., (1991), zbuluan se firmat emetojnë aksione menjëherë pas publikimit të rezultateve financiare.

Helwege dhe Liang (1996) testuan vlefshmërinë e rendit të preferuar duke analizuar zgjedhjet e financimit të firmave të vogla me kalimin e kohës. Gjetjet e tyre empirike ofruan mbështetje të kufizuar për këtë teori. Studimi tregoi se marrja e financimit të jashtëm nuk ndikohet ndjeshëm nga mungesa e burimeve të brendshme të parasë. Megjithatë, rezultatet sugjerojnë se firmat që zotërojnë tepërisht të parasë shmangin daljen në tregjet e kapitalit.

Ndërsa, Frank dhe Goyal (2003) testuan teorinë (POT) në kontekstin e levës së korporatave në SHBA. Ata zbuluan se emetimet neto të aksioneve kanë saktësi më të madhe në ndjekjen e mungesës së financimit, krahasuar me emetimet neto të borxhit. Financimi me borxh nuk e tejkalon financimin me aksione nëpërmjet emetimit të kapitalit. Si përfundim, ata vlerësojnë se aksionet kanë rol më të rëndësishëm se borxhi në strukturën financiare të firmave, por në këtë rast duhet konsideruar konteksti i studimit në të cilën tregjet e kapitalit në SHBA janë shumë më të zhvilluara se në vendet e tjera siç është dhe rasti Shqipërisë. Studimi i realizuar nëpërmjet pyetësorëve të Graham dhe Harvey (2001), e realizuar me 392 drejtues financiarë, dha rezultate të përziera në vlerësimin e teorisë (POT), me dëshmi minimale që tregojnë për shqetësimin e drejtuesve lidhur me asimetrinë e informacionit dhe më shumë të përqendruar tek fleksibiliteti financiar. Ndërsa, De Jong dhe Veld (2001) nuk gjetën prova që mbështesin teorinë e kostove të përzgjedhjes së pafavorshme të Myers dhe Majluf (1984) në analizën e tyre mbi vendimet për strukturën e kapitalit në firmat holandeze. Sipas Agca dhe Mozumdar (2005), dëshmitë kontradiktore mbi vlefshmërinë e teorisë (POT) rrjedhin nga dallimet në strategjitë e financimit mes firmave të mëdha dhe të vogla, si dhe nga shpërndarja jo e njëtrajtshme e madhësisë së firmave. Autorët arrijnë në përfundimin se kjo teori nuk është e zbatueshme për firmat e vogla, për shkak të kapaciteteve të kufizuara financiare të tyre, që i detyrojnë të përdorin emetimin e aksioneve si burim financimi.

Pra, si konkluzion, teoria e rendit të zgjedhjes, mbështetet në ekzistencën e informacionit asimetrik midis menaxherëve të brendshëm dhe investorëve të jashtëm, duke sugjeruar që firmat ndjekin një rend të caktuar në zgjedhjen e burimeve të financimit, fillimisht fondet e brendshme, pastaj borxhin dhe në fund aksionet e kapitalit. Kjo teori ofron një kuadër të vlefshëm për të kuptuar sjelljen e firmave në kushtet e pasigurisë, asimetrisë së informacionit dhe kostove të zgjedhjes së pafavorshme, veçanërisht në ekonomi emergjente të karakterizuara nga mungesa e informacionit të plotë siç është rasti i Shqipërisë. Megjithëse evidenca empirike për POT është e përzier dhe jo gjithmonë e qëndrueshme, ajo mbetet një nga teoritë më të rëndësishme për të analizuar vendimet e financimit dhe strukturën e borxhit, veçanërisht për firmat që përballen me kufizime financiare dhe mungesë transparence në treg.

2.3.2 Teoria e kompensimit

Në këtë nën seksion do të trajtohet teoria e kompensimit, e cila përbën një nga teoritë themelore të strukturës së kapitalit. Kjo teori do të merret në shqyrtim përgjatë këtij punimi me synimin për të vlerësuar nëse firmat në Shqipëri, konkretisht në qarkun e Tiranës, veprojnë në përputhje me parashikimet e saj.

Sipas teorisë së kompensimit (TOT), investitorët në kapital (aksionerët) përfitojnë nga përfshirja e borxhit në strukturën e kapitalit të një firme, për aq kohë sa ata vazhdojnë të kompensohen në mënyrë adekuate. Megjithatë, përfitimet tatimore që vijnë nga zbritja e shpenzimeve të interesit për efekt të tatim fitimit, duhet të balancohen me kostot e mundshme të falimentimit që vijnë nga tejkalimi i masës së borxhit që firma mund të përballojë. Modigliani dhe Miller (1963) ishin të parët që propozuan teorinë e kompensimit. Sipas tyre, aksionerët duhet të përfitojnë nga përfshirja e borxhit në strukturën e kapitalit të një firme, për shkak të avantazhit tatimor që ky lloj financimi ofron për efekte fiskale. Ekzistojnë dy lloje të teorisë së kompensimit: statike dhe dinamike. Së pari sipas teorisë “statike” të kompensimit, përdorimi i borxhit në vend të kapitalit ka si përparësi, ashtu edhe disavantazhe. Sipas Scott (1977), firmat duhet të përcaktojnë një strukturë optimale kapitali, e cila balancohet në kufijtë e këtyre efekteve avantazhe dhe disavantazhe. Ndërsa koncepti fillestar fokusohej në kompensimin ndërmjet përfitimeve tatimore dhe kostove të falimentimit nga borxhi, më vonë teoria u zgjerua për të përfshirë edhe kostot e agjencisë (Jensen & Meckling, 1976). Qëndrimi i përgjithshëm është se borxhi ofron përfitime tatimore, por këto përfitime kompensohen nga kostot e falimentimit dhe paqëndrueshmërisë financiare kur borxhi kalon një prag të caktuar në të cilën më pas bëhet tepër i kushtueshëm dhe riskioz (Baker & Martin, 2011, p. 78). Siç vëren Scott, firmat që nuk janë në gjendje të ofrojnë kolateral për huatë e tyre, duhet të paguajnë norma më të larta interesi ose të emetojnë aksione në vend të borxhit. Prandaj, pritjet të ketë një lidhje pozitive ndërmjet trupëzimit të aktiveve dhe nivelit të levës financiare. Myers (1977) shqyrtoi lidhjen ndërmjet financimit përmes borxhit dhe vlerës së firmës, duke konsideruar përfitimet tatimore të shpenzimeve të interesit, por pa përfshirë kostot e falimentimit. Ai arriti në përfundimin se emetimi i borxhit maksimizon vlerën e tregut të firmës.

Së dyti në teorinë “dinamike” të kompensimit të propozuar nga Fischer et al., (1989) sugjerohet se firmat mund të devijojnë nga struktura e tyre e dëshiruar ose e synuar e kapitalit, duke modifikuar nivelin e levës financiare vetëm kur ai kalon kufijtë ekstremë, edhe në rastet kur kostoja e emetimit të kapitalit të ri është fikse. Kur një firmë gjeneron fitime të brendshme, ajo zakonisht shlyen borxhin, duke sjellë ulje të levës financiare ose raporteve të borxhit. Firmat bëjnë rregullime të mëdha vetëm periodikisht, me qëllim që të maksimizojnë përfitimet tatimore që burojnë nga leva financiare. Kur teoria e kompensimit zbatohet duke marrë në konsideratë kostot e rregullimit, firmat me fitimprurëse kanë prirje të përdorin më pak borxh për arsye të financimit të brendshëm (Baker & Martin, 2011, p. 79). Leland (1994) përshkruan gjithashtu një model dinamik të kompensimit, në të cilin firmat lejojnë që leva e tyre të luhet me kalimin e kohës sipas një diapazoni, bazuar në fitimet dhe humbjet e akumuluar. Ato nuk e rregullojnë levën drejt një objektivi të caktuar (synuar) nëse kostot e rregullimit janë më të mëdha sesa vlera e humbur nga një strukturë jo e përshtatshme kapitali.

Modeli i Miller (1977) redukton përfitimin tatimor nga emetimi i borxhit, pasi ky përfitim neutralizohet nga taksat personale. Ky koncept çoi në përpjekje për ta harmonizuar modelin me teorinë e kompensimit të strukturës së kapitalit. Sipas DeAngelo dhe Masulis (1980), ekzistenca e përfitimeve tatimore korporative që zëvendësojnë borxhin sugjeron një ekuilibër tregu, në të cilin çdo firmë ka një strukturë unike kapitali. Por, argumenti i Miller-it konsiderohet i paplotë për shkak të disponueshmërisë së përfitimeve tatimore jo të lidhura me borxhin, siç janë në këtë rast shpenzimet e amortizimit, zhvlerësimit dhe kreditë tatimore për investime, si edhe për shkak të sistemit asimetrik të taksave, i cili nuk rimbursen të gjitha humbjet. Sipas DeAngelo dhe Masulis, ekziston një efekt zëvendësimi ndërmjet përfitimeve tatimore

jo-borxh (siç janë shpenzimet e amortizimit) dhe përfitimeve tatimore që vijnë nga borxhi (siç janë shpenzimet e interesit).

Për më tepër, gjetjet e Modigliani dhe Miller (MM) mbështeten në supozimin se kostot e falimentimit nuk ekzistojnë. Megjithatë, në praktikë është krejtësisht ndryshe falimentimi mund të jetë jashtëzakonisht i kushtueshëm. Përveç kostove të larta kontabël dhe juridike, firmat që hyjnë në falimentim përballen me vështirësi të mëdha në ruajtjen e marrëdhënieve me furnitorët, klientët, punonjësit dhe organet tatimore. Për më tepër, një firmë që shpall falimentim shpesh detyrohet të likuideojë ose të shesë pasuritë e saj për një çmim më të ulët sesa vlera reale e tyre nëse do të kishte vazhduar veprimtarinë. Për shembull, edhe pse një impiant ose makineri përpunimi metalesh është një pajisje shumë e kushtueshme, do të ishte e vështirë të gjenden blerës të menjëhershëm nëse një fabrikë do të mbyllesh në një kohë të shkurtër. Kjo ndodh sepse pasuritë e tilla si impiantet dhe pajisjet, pra aktivet të qëndrueshme janë të përshtatura për nevojat specifike të firmës, dhe janë të vështira për t'u çmontuar, zhvendosur dhe përshtatur menjëherë diku tjetër, duke i bërë ato aktive jo likuide. Është e rëndësishme të theksohet se këto probleme burojnë nga mundësia për falimentim, jo domosdoshmërisht nga falimentimi vetë. Klientët kërkojnë furnitorë më të besueshëm, furnitorët hezitojnë të ofrojnë kredi tregtare për këta të fundit, punonjësit kyç largohen dhe huadhënësit vendosin kushte më të rrepta për huatë, si dhe kërkojnë norma interesi më të larta kur falimentimi është më i mundshëm.

Sipas Baker dhe Martin (2011, p. 79), kur një firmë ka nivel të lartë borxhi në strukturën e saj të kapitalit, rreziku për të hasur në probleme të tilla rritet ndjeshëm. Si rrjedhojë, kostot dhe frika që lidhen me falimentimin veprojnë si parandalues për përdorimin e tepërt të borxhit. Këto kosto përbëhen nga dy komponentë kryesorë:

1. Mundësia për të hyrë në vështirësi financiare të firmës në një të ardhme të afërt.
2. Shpenzimet që lindin në rast se këto vështirësi materializohen.

Nëse të gjitha gjërat e tjera mbeten të pandryshuara, firmat me fitime më të paqëndrueshme kanë më shumë mundësi të falimentojnë dhe, për këtë arsye, duhet të përdorin më pak borxh krahasuar me ato me fitime më të qëndrueshme. Kjo përforcon argumentin se firmat duhet të kufizojnë levën financiare (raportin e borxhit) nëse kanë levë operacionale të lartë, dhe për rrjedhojë, rrezik të lartë të biznesit. Në mënyrë të ngjashme, firmat që do të përballeshin me kosto të larta në rast vështirësish financiare, duhet të varen më pak nga financimi përmes borxhit (Baker & Martin, 2011, p. 80). Për shembull, nëse pasuritë e firmës janë jo likuide, pra e thënë ndryshe nuk konvertohen menjëherë në aktive likuide dhe si pasojë duhet të shiten me çmime shumë më të ulëta se vlera reale e tyre, atëherë borxhi duhet të përdoret me shumë kujdes.

Në studimin e tij mbi 5308 firma të listuara japoneze, Gul (1999) shqyrton përfitimet tatimore jo borxh dhe sugjeron se firmat me rritje të shpejtë posedojnë përfitime tatimore jo borxh më të ulëta. Kraus dhe Litzenberger (1973), gjithashtu analizojnë kostot e drejtpërdrejta dhe tërthorazi të falimentimit si dhe përfitimet tatimore të borxhit. Ata arrijnë në përfundimin se dy papersoshmeri kryesore të tregut që janë thelbësore për një shpjegim pozitiv të ndikimit të levës në vlerën e tregut të një firme si:

1. Tatimi mbi të ardhurat korporative,
2. Ekzistenca e penalteteve për falimentim.

Megjithatë, autorët theksojnë se vlera e një firme nuk është domosdoshmërisht një funksion konkav i borxhit të saj, veçanërisht nëse barra e borxhit tejkalon të ardhurat që gjeneron firma. Argumentet e mësipërme kanë sjellë në jetë atë që njihet si “teoria e kompensimit për levën financiare” sipas së cilës firmat peshojnë përfitimet e financimit me borxh, kundrejt kostove më të larta të interesit dhe rreziqeve të falimentimit. Sipas

kësaj teorie, vlera e një firme me borxh është afërsisht e barabartë me vlerën e një firme pa borxh, plus vlera e efekteve anësore, siç janë përfitimet tatimore nga borxhi dhe kostot e pritura të vështirësive financiare që vijnë nga kostot e falimentimit të mundshëm.

Pra, si konkluzion, teoria e kompensimit për levën financiare sugjeron se firmat duhet të balancojnë përfitimet tatimore të borxhit me kostot potenciale të falimentimit dhe kostot e tjera të lidhura me rritjen e rrezikut financiar. Kjo qasje nënkupton ekzistencën e një strukture optimale kapitali, ku borxhi përdoret deri në pikën ku avantazhet e tij tatimore fillojnë të neutralizohen nga kostot e mundshme të paqëndrueshmërisë financiare siç janë rreziku falimentimit. Firmat që përballen me të ardhura të paqëndrueshme, mungesë kolaterali, apo që operojnë në industri me rrezik të lartë, kanë më shumë gjasa të kufizojnë përdorimin e borxhit. Kjo teori, e cila integron elementë nga kostot e agjencisë dhe përfitimet e borxhit dhe jo-borxh të tatimeve, ofron një kornizë të vlefshme në këtë studim për të analizuar nëse struktura e borxhit e firmave Shqiptare pasqyron një ekuilibër racional midis rrezikut dhe përfitimit.

2.3.3 Teoria e kostove të agjencisë

Në këtë nën seksion do të trajtohet teoria e kostos së agjentit, duke analizuar në veçanti konfliktet midis aktoreve të ndryshëm si: menaxherëve dhe aksionerëve të kapitalit, dhe konfliktet midis mbajtësve të borxhit dhe aksionerëve të kapitalit.

Sipas modeleve të bazuara në kostot e agjentit, struktura e kapitalit mund të ndihmojë në kontrollimin e këtyre kostove duke balancuar interesat e aktoreve pjesëmarrës si në këtë rast: menaxherëve, aksionerëve dhe mbajtësve të borxhit (Baker & Martin, 2011, p. 80). Jensen dhe Meckling (1976), dallojnë dy lloje të konflikteve: Se pari konfliktet midis menaxherëve dhe aksionerëve të kapitalit, dhe se dyti konfliktet midis mbajtësve të borxhit dhe aksionerëve të kapitalit. Sipas Harris dhe Raviv (1991), mosmarrëveshjet mbi vendimet operative, siç është përzgjedhja e projekteve, mund të çojnë në konflikte midis menaxhmentit dhe aksionerëve të kapitalit. Kontratave të bazuara në fluksin e parasë dhe shpenzimet e investimeve nuk mund t'u japin zgjidhje këtyre çështjeve. Prandaj, duke ofruar mundësinë për investitorët të kërkojnë likuidimin në rast të fluksit të dobët të parasë, sipas tyre borxhi ndihmon në zbutjen e këtij problemi.

Gjithashtu Jensen (1986) argumenton se pagesat e borxhit kufizojnë shumën e fluksit të lirë të parasë që menaxherët me interes të vetepërfshirë mund të aksesojnë. Si rezultat, menaxherët vlerësojnë avantazhet dhe disavantazhet e përdorimit të borxhit për të ndërtuar strukturën e kapitalit. Sipas Stulz (1990), pagesa e borxhit zvogëlon shumën e fluksit të lirë të parasë që mund të përdoret për pagesa të tjera në favor të menaxhereve. DeAngelo et al., (2006) pretendojnë se firma mund të kontrollojnë kostot agjenturore ndërkohë që ruajnë fleksibilitetin financiar duke përdorur rezerva të vogla parash, shpërndarje të mëdha aksionesh dhe borxh të kufizuar. Leva financiare e lartë kufizon fleksibilitetin financiar, edhe pse zbut problemet e agjentit, pasi përdorimi i kapacitetit aktual të borxhit rezulton në më pak disponueshmëri më vonë. Kontrata e borxhit me institucionet financiare inkurajon aksionerët të bëjnë investime që nuk janë ideale, çka çon në konflikte midis mbajtësve të borxhit dhe aksionerëve. Aksionerët marrin shumicën e fitimeve nga një investim nëse ai gjeneron kthime të mëdha që janë shumë më të larta se vlera nominale e borxhit. Megjithatë, mbajtësit e huave janë përgjegjës për pasojat nëse një investim rezulton në humbje. Prandaj, aksionerët mund

të ndërmarrin nisma jashtëzakonisht të rrezikshme, në dëm të mbajtësve të borxhit siç janë bankat. Si rezultat, kostot e investimeve në projekte të krijuara nga borxhi që ulin vlerën, peshojnë mbi mbajtësit e borxhit. Kjo është një kosto e agentit e financimit me borxh dhe quhet zakonisht efekti i zëvendësimit të aktiveve (Baker & Martin, 2011, p. 80). Sipas Williamson (1988), përfitimet nga borxhi janë stimujt që menaxherët marrin nga rregullat që lejojnë mbajtësit e borxhit të marrin kontrollin e firmës dhe të shesin aktivet e saj. Disavantazhi i borxhit është se rregullat rigoroze mund të detyrojnë shitjen e aktiveve që janë më të vlefshme për firmën.

Sjellja e menaxherëve mund të ndikohen nga nivele më të larta borxhi në dy mënyra të ndryshme. Së pari, menaxherët mund të shpërdorjnë fluksin e parasë për luks dhe shpenzime të panevojshme kur gjërat po shkojnë mirë, ky fakt shpjegon pse kjo është një kosto agjenturore. Avantazhi është se rreziku i falimentimit bën që njerëzit të shpenzojnë më pak për gjëra të panevojshme, çka rrit fluksin e parasë nga operacionet. Disavantazhi është se, nëse një projekt ka (VAN) pozitive por është i rrezikshëm, një menaxher mund të bëhet i frikësuar dhe ta refuzojë atë. Prandaj, përveçse projekti të jetë shumë i sigurt, menaxherët mund të vendosin të heqin dorë nga projektet me (VAN) pozitive për shkak të borxhit të tepërt. Ky është një tjetër lloj i kostos agjenturore dhe quhet problemi i nën investimit. “Nuk është e qartë se si borxhi do të ndikojë në vlerën totale, pasi ai mund të zvogëlojë një komponent të kostove agjenturore (shpenzimet e panevojshme) ndërkohë që rrit një tjetër (nën investimin)” (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 568).

Nëse menaxhmenti dhe aksionarët kanë qëllime dhe përfitime të ndryshme, mund të lindin probleme të kostove të agjencisë. Këto konflikte janë veçanërisht të pranishme kur menaxherët e firmës kanë në dispozicion një shumë të tepërt fondesh që mund ti përdorin pa kufizim. Shpeshherë, këto fonde të tepërta përdoren nga menaxherët për të financuar projekte ose përfitime personale si zyra luksoze, avionë privatë të firmës dhe vende luksoze në stadione sportive e të tjera, dhe të gjitha këto mund të mos kontribuojnë ndjeshëm në rritjen e vlerës së aksioneve të firmës. Edhe më keq, menaxherët mund të ndihen të detyruar të paguajnë më shumë sesa vlera reale për një blerje, duke çuar në humbje potenciale për aksionerët. Nga ana tjetër, menaxherët që kanë në dispozicion më pak “fluks të lirë të parasë” për shkak të obligimeve për pagesat e borxhit, janë më pak të prirur të bëjnë shpenzime të panevojshme (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 581).

Ka disa strategji që firma mund të përdorin për të kufizuar fluksin e tepërt të parasë. Një mënyrë është rikthimi i një pjese të tij tek aksionarët përmes rritjes së dividendëve ose blerjes së aksioneve. Një alternativë tjetër është ndryshimi i strukturës së kapitalit duke përfshirë më shumë borxh, në mënyrë që menaxherët të detyrohen të veprojnë me më shumë disiplinë për shkak të obligimeve më të larta për pagesat e borxhit (Baker & Martin, 2011, p. 81). Nëse borxhi nuk shlyhet në kohë, firma mund të detyrohet të shpallë falimentimin, dhe menaxherët e saj ka shumë gjasa të humbasin pozitën e tyre. Prandaj, nëse firma ka nevojë të mëdha për pagesa të borxhit që mund të rrezikojnë vendin e punës të menaxherit, ata do të jetë më pak të prirur të blejnë me shpenzime të mëdha në dëm të firmës. Sigurisht, ka edhe një anë negative në marrjen e më shumë borxhi dhe reduktimin e fluksit të lirë të parasë: siç janë rritja e gjasave për falimentim. Akademikët Brigham dhe Ehrhardt e kanë përshkruar këtë situatë me një analogji mjaft interesante: në të cilën përfshirja e borxhit në strukturën financiare të një firme është si të vendosësh një thikë në timonin e makinës. “Thika, e drejtuar drejt barkut, të nxit të ngasësh makinën me kujdes më të madh, por edhe nëse je mjaftueshëm i kujdesshëm, mund të plagosësh nëse dikush tjetër të përplas. Kjo krahasohet edhe me firmat: edhe firma e mirë menaxhuara mund të falimentojnë nëse ndodh ndonjë fatkeqësi e

paparashikuar, si luftë, tërmet, grevë, pandemi, luftë tregtare apo recesion ekonomik'' (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 581). Borxhi më i lartë e shtyn menaxhimin të jetë më i matur me paratë e aksionarëve. Për ta përfunduar analogjinë e autorëve, zgjedhja e një strukture kapitali është si të zgjedhësh 'madhësinë e shpatës' që aksionarët duhet të përdorin për të mbajtur menaxherët përgjegjës.

Sipas Agarwal dhe Mandelker (1987), menaxherët e firmave me një raport në rritje të borxhit ndaj kapitalit, zotëronin më shumë instrumente financiare në aksione apo obligacione sesa menaxherët e firmave me një raport në rënie. Prandaj, duket se zotërimi i aksioneve nga menaxheret luan një rol në minimizimin e problemeve agjenturore kur firmat marrin vendime për financimin. Në studimin e Harvey et al., (2004) tregojnë se firmat me kosto të larta të agjentit, të shkaktuara nga mospërputhja e stimuljeve dhe qellimeve menaxheriale dhe problemet me mbiinvestimin, përfitojnë nga një mbikëqyrje aktive përmes borxhit. Ndërsa menaxherët kanë nxitje për të rritur levën financiare kur çmimi i aksioneve është i ulët, në studimin e Hovakimian et al., (2001) gjetën se lidhja negative midis kthimeve të mëparshme të aksioneve dhe vendimeve për të rritur levën përputhet me modelet e koston të agjentit. Gjetjet e tyre gjithashtu mbështesin hipotezën se menaxherët hezitojnë të emetojnë aksione kur besojnë se ato janë të nënvlerësuar nga tregu.

Pra, si konkluzion teoria e koston të agjentit ofron një kuadër të vlefshëm për të kuptuar marrëdhëniet komplekse ndërmjet menaxherëve, aksionerëve dhe mbajtësve të borxhit, duke theksuar se struktura e kapitalit nuk është vetëm një zgjedhje e vendimeve financiare, por edhe një mekanizëm qeverisës. Përdorimi i borxhit mund të shërbejë si një formë disiplinimi ndaj menaxherëve përmes kufizimit të fluksit të lirë të parasë dhe rritjes së presionit për efikasitet, megjithëse një nivel i lartë levës mund të krijojë rreziqe shtesë si nën investimi ose rritja e probabilitetit të falimentimit. Balancimi i saktë ndërmjet borxhit dhe kapitalit aksionar është thelbësor për minimizimin e kostove agjenturore dhe maksimizimin e vlerës së firmës.

2.3.4 Teoria e sinjaleve

Në nën seksionin vijues do të trajtohen modelet në të cilat struktura e kapitalit shërben si sinjal i informacionit privat mbi bazën e problemeve të informacionit asimetrik ndërmjet përdoruesve të brendshëm të informuar të firmës dhe përdoruesve të jashtëm të painformuar mbi vendimet strukturës së kapitalit.

Sipas Ross (1977), firmat me performancë të mirë, sipas modelit të rendit të zgjedhjes, duhet të përdorin fondet e brendshme për të shmangur problemet e "përzgjedhjes së pafavorshme"⁸ dhe humbjen e vlerës. Këto firma nuk janë në gjendje të përdorin ndryshimet në strukturën e kapitalit si një tregues të cilësisë së tyre. Si pasojë një "model sinjalizues"⁹ i strukturës së kapitalit u zhvillua në fund të viteve 1970 nga Ross (1977) dhe Leland dhe Pyle (1977), mbi bazën e problemeve të informacionit asimetrik

⁸ Përzgjedhja e pafavorshme është një koncept kyç në financë, i lidhur ngushtë me asimetrinë e informacionit. Ajo ndodh kur një palë në treg ka më shumë informacion sesa pala tjetër, dhe kjo çon në zgjedhje joefikase. Si rezultat, investitorët e jashtëm dyshojnë nëse kompania është e fortë apo po përpiqet të "shesë veten" në kushte të pafavorshme.

⁹ Modeli sinjalizues është një koncept teorik që shpjegon si firmat mund të transmetojnë informacion të besueshëm në treg kur ekziston asimetria e informacionit – domethënë, kur menaxhimi di më shumë sesa investitorët.

ndërmjet menaxhmentit të informuar të firmës dhe aksionarëve të jashtëm të painformuar (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 579).

Sipas kësaj hipoteze, menaxherët e firmave kanë akses në informacion më të saktë mbi të ardhmen e firmave të tyre dhe janë të gatshëm ta ndajnë atë me aksionarët aktualë dhe potencialë. Megjithatë, nëse ata thjesht shpallin lajme pozitive, ekziston rreziku që edhe menaxherët e firmave të tjera të veprojnë në të njëjtën mënyrë, gjë që do të çonte në dyshime nga ana e publikut investues mbi saktësinë e informacionit të ofruar. Për rrjedhojë, menaxherët e firmave me perspektiva të favorshme duhet të dërgojnë një sinjal te investitorët përmes emetimit të borxhit në vend të aksioneve. Sipas përkrahësve të kësaj teorie, emetimi i obligacioneve në tregun e kapitalit përbën një sinjal se aksionet janë të nënvlerësuara dhe se menaxhmenti synon t'i shpërndajë fitimet e rritura të ardhshme aksionarëve ekzistues. Në të kundërt, emetimi i aksioneve të reja jep një sinjal negativ, duke sugjeruar se firma dëshiron të transferojë barrën financiare te investitorët e rinj dhe se aksionet janë të mbivlerësuara (Ghosh & Cai, 2008, p. 20).

Në këtë kontekst, një rritje në përdorimin e borxhit pritet të rrisë çmimin e aksioneve dhe, si pasojë, vlerën e firmës; ndërsa rritja e emetimit të aksioneve pritet të ulë çmimin e aksioneve dhe, rrjedhimisht, vlerën e firmës. Sipas kësaj logjike, krijohet një ekuilibër i ndarë, në të cilin firmat me vlerë të ulët mbështeten më tepër në financimin përmes kapitalit, ndërsa firmat me vlerë të lartë përdorin më shumë borxh. Ky ekuilibër mbetet i qëndrueshëm, pasi firmat me vlerë të ulët nuk janë të prira të ndjekin strategjinë e firmave me vlerë të lartë. Pavarësisht tërheqjes së saj intuitive, teoria e sinjalizimit, nuk është shumë efektive në shpjegimin e sjelljes reale të firmave dhe veçanërisht empirikisht e shpjeguar. Për shembull, kjo teori nënkupton se një rritje e nivelit të borxhit do të çonte në fitime më të larta; megjithatë, pothuajse të gjitha studimet empirike mbi këtë çështje kanë konstatuar një lidhje të kundërt midis performancës dhe raporteve të borxhit. Për më tepër, teoria sugjeron se firmat me aktive jo materiale dhe perspektiva të forta rritjeje duhet të përdorin më shumë borxh sesa kapital aksionar, ndërkohë që në praktikë janë firmat e mirë pajisura me aktive të prekshme që përdorin në mënyrë më të madhe borxhin (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 579).

Megjithatë, duhet pasur parasysh se modeli i sinjalizimit nuk është studiuar aq thellësisht sa teoritë e tjera konkurruese, dhe ekziston ende hapësirë e konsiderueshme për zhvillime të mëtejshme në këtë drejtim. Sipas analizës së Donaldson (1984), bazuar në raste studimore, financimi i brendshëm është më i zakonshëm midis firmave amerikane krahasuar me financimin e jashtëm. Teoria e (POT) u formulua nga Myers (1984) dhe Myers dhe Majluf (1984) pikërisht mbi bazën e këtyre gjetjeve. Këtë qasje e kanë mbështetur edhe studimet e Asquith dhe Mullins (1986), Mikkelson dhe Parch (1986), si dhe Shyam-Sunder dhe Myers (1999). Në përmbledhje të argumentimit të bërë, shpallja e një oferte të re për emetim aksionesh kapitali, zakonisht interpretohet si një sinjal negativ që menaxhmenti nuk beson se perspektivat e firmës janë premtuese. Nga ana tjetër, një ofertë për emetim borxhi perceptohet në mënyrë pozitive dhe si sinjal pozitiv.

Pra, si konkluzion teoria e sinjalizimit e strukturës së kapitalit sugjeron që menaxherët e firmave, të cilët zotërojnë informacion të brendshëm mbi perspektivat e firmës, përdorin përbërjen e kapitalit si një mënyrë për të komunikuar këtë informacion me investitorët e jashtëm; emetimi i borxhit sinjalizon besim në të ardhmen e firmës dhe nënvlerësim të aksioneve ekzistuese, ndërsa emetimi i aksioneve interpretohet si një shenjë e dobësisë apo mbivlerësimit. Megjithatë, pavarësisht bazës teorike të fortë dhe tërheqjes intuitive, provat empirike janë të përziera, të dobëta dhe shpesh sfidojnë

pritsmëritë e teorisë, duke treguar për nevojën e studimeve të mëtejshme dhe zhvillimeve të reja teorike në këtë fushë.

2.3.5 Teoria e kohës së tregut

Në vazhdimësi nga sa trajtuam, në këtë nën seksion do të trajtohet teoria e kohës së tregut dhe në veçanti aftësia e menaxherëve për të përcaktuar kohën e duhur në treg e cila përbën një premisë thelbësore për vendimet e financimit të strukturës së kapitalit.

Argumenti kryesor i teorisë së zgjedhjes e kohës së tregut është se struktura e kapitalit ndryshon me kalimin e kohës si pasojë e përpjekjeve të mëparshme për të përshtatur emetimin e aksioneve me kushtet e favorshme të tregut (Baker & Wurgler, 2002). Si rrjedhojë, firmat priren të favorizojnë borxhin në disa raste dhe kapitalin aksionar kur kostoja relative e këtij të fundit është e ulët. Zgjedhja e kohës së tregut paraqitet në dy forma:

Forma e parë fokusohet në asimetrinë e informacionit, një koncept i trajtuar më parë dhe fillimisht në teorinë e (POT) i zhvilluar nga Myers dhe Majluf (1984). Firma të ndryshme përjetojnë forma të ndryshme të përzgjedhjes së pafavorshme, siç kanë shqyrtuar Korajczyk et al., (1992). Choe, et al., (1993) analizojnë përzgjedhjen e pafavorshme që ndryshon me kohën. Ata tregojnë se gjatë periudhave të bumit ekonomik, kur investitorët kanë një perceptim pozitiv për ekonominë, firmat janë më të prirura të emetojnë aksione. Gjetjet e tyre janë në përputhje me ato të Korajczyk et al., (1992) të cilët vërejnë se firmat shpesh njoftojnë emetimin e aksioneve pas publikimit të informacionit, gjë që mund të ndihmojë në zbutjen e asimetrisë së informacionit (Baker & Martin, 2001, pp. 81-82). Forma e dytë përfshin keq përcaktimin e çmimit të aksioneve që ndryshon me kohën, sjelljen jo racionale të menaxherëve apo investitorëve, si dhe zgjedhjes së kohës së tregut në tregun e kapitalit. Sipas La Porta et al., (1997), menaxherët blejnë aksione të firmës kur besojnë se ato janë të mbivlerësuara dhe emetojnë aksione kur mendojnë se janë të nënvlerësuara. Këtu, aftësia e menaxherëve për të përcaktuar kohën e duhur në treg përbën një premisë thelbësore për vendimet e financimit (Baker & Martin, 2001, pp. 25-26). Të dhënat nga një pyetësor të realizuar nga Graham dhe Harvey (2001) tregojnë se drejtorët financiarë përpiqen të përshtasin emetimin e kapitalit me kushtet e tregut të aksioneve. Në fakt, dy të tretat e tyre të anketuar deklaruan se kanë emetuar aksione duke u bazuar në vlerësimin nëse aksionet e tyre ishin të mbivlerësuara ose të nënvlerësuara. Gjithashtu, Hovakimian dhe Tehranian (2004) ofrojnë dëshmi të mëtejshme për ekzistencën e kësaj teorie. Sipas gjetjeve të tyre, kthimet e larta të aksioneve nuk ndikojnë në objektivin e raportit të borxhit, por rrisin gjasat për emetimin e kapitalit aksionar. Baker dhe Wurgler (2002) argumentojnë se struktura e kapitalit nuk është rezultat i përpjekjeve për të ruajtur një strukturë optimale, por përkundrazi është pasojë e zgjedhjes e kohës së tregut të aksioneve.

Suksesi i tregut të aksioneve në tregjet e kapitalit ndikon në vendimin për të emetuar aksione dhe si pasoje në vendimarrjen mbi strukturën e kapitalit (Lucas & McDonald, 1990; Korajczyk et al., 1992). Megjithatë, vetëm pas punës së Baker dhe Wurgler (2002), ky koncept i njohur si “zgjedhja e duhur e kohës së tregut” u bë një nga teoritë kryesore mbi strukturën e kapitalit (Baker & Martin, 2001, pp. 181-182). Sipas kërkimeve empirike të Baker dhe Wurgler (2002), Bayless dhe Chaplinsky (1996), si dhe Choe et al., (1993), ekziston një lidhje pozitive midis çështjeve të reja të kapitalit dhe ciklit ekonomik. Evidenca empirike mbështet hipotezën se performanca e çmimit

të aksioneve luan një rol të rëndësishëm në vendimet për emetimin e tyre (Rajan & Zingales, 1995; Kamath, 1997; Graham & Harvey, 2001; Baker & Wurgler, 2002). Megjithatë, ekzistojnë mendime të ndryshme nëse investitorët i mbi vlerësojnë aksionet. Disa studiues argumentojnë se pritshmëritë e analistëve janë të ekzagjeruara, se menaxherët manipulojnë të ardhurat para daljes publike dhe se investitorët shfaqin një entuziazëm të tepruar gjatë ofertave të reja (Teoh et al., 1998; Baker & Wurgler, 2002). Nga ana tjetër, versione më të afërta me teorinë e tregut efikas të argumentit për zgjedhjen e kohës se duhur te tregut janë mbështetur nga studiues të tjerë (Hansen & Sarin, 1998; Knill & Lee, 2006). Megjithatë, disa akademikë të tjerë pretendojnë se performanca e lartë e aksioneve, krahasuar me pritshmëritë për firmën, nuk është themeli për zgjedhjen e kohës se duhur te tregut. Përkundrazi, ata theksojnë konceptin e “kohë zgjedhjes së rreme”, pra, se vendimi për emetim ndikohet nga performanca e përgjithshme e tregut përpara ofertës (Schultz, 2003; Butler et al., 2005).

Teoria për zgjedhjen e kohës së duhur të tregut gjen mbështetje të përgjithshme të dobët në evidencën empirike. Kërkimet tregojnë se menaxherët priren të presin për kushte më të favorshme në tregun e aksioneve përpara se të emetojnë kapital. Për më tepër, aksionet zakonisht kanë shfaqur kthime të larta përpara se të ndodhte emetimi i tyre. Po ashtu, firmat shpesh përmirësojnë qëllimisht performancën e tyre financiare para emetimit të titujve, përmes asaj që njihet ndryshe si "zbukurimi i fasadës". Lidhur me pyetjen nëse investitorët i mbivlerësojnë aksionet, evidenca është e përzier dhe kontradiktore. Gjithashtu, ekzistojnë pak teori të zhvilluara mbi zgjedhjen e kohës së duhur të tregut. Si rrjedhojë, autorët shpesh mbajnë qëndrime të ndryshme lidhur me mënyrën e vlerësimit të këtij fenomeni (Baker & Martin, 2001, pp. 181-183).

Pra, si konkluzion, modelet për zgjedhjen e kohës së duhur të tregut duhet të jenë në gjendje të shpjegojnë teorikisht dhe empirikisht një gamë më të gjerë të fenomeneve që lidhen me strukturën e kapitalit, krahasuar me atë që aktualisht shpjegohet nga teoria (TOT) apo teoria (POT), në mënyrë që të jenë të krahasueshme dhe konkurruese.

2.3.6 Teoria e kontrollit të korporatave

Në vazhdimësi trajtohet teoria e kontrollit të korporatave e cila trajton marrëdhënien ndërmjet strukturës së kapitalit dhe aktiviteteve të marrjes së kontrollit të cilat si pasojë ndikojnë tek vendimmarrja financiare.

Në studimet e tyre autorët Stulz (1988), Israel (1991), Harris dhe Raviv (1988, 1991) kanë paraqitur këtë teori mbi kontrollin e korporatave dhe strukturën e kapitalit. Sipas Stulz (1988), Harris dhe Raviv (1988), struktura e kapitalit ndikon në shpërndarjen e votave në vendimmarrjen në asamblenë midis menaxhmentit dhe investitorëve të jashtëm, e cila ndikon më pas në rezultatin e garave për marrjen e kontrollit të firmës. Israel shqyrton ndikimin e strukturës së kapitalit në ndarjen e flukseve monetare ndërmjet të drejtave me votë dhe atyre pa votë, për të përcaktuar sesi përfundon një marrje kontrolli (Baker & Martin, 2001, p. 26).

Teoria e kontrollit të korporatave lidhet ngushtë me strukturën e kapitalit, pasi mënyra se si një korporatë financohet (përmes borxhit ose kapitalit vetjak) ndikon drejtpërdrejt në kontrollin dhe mbikëqyrjen e menaxhimit. Kur një firmë përdor më shumë borxh, ajo përballet me presion më të madh nga kreditorët (institucionet financiare), të cilët kërkojnë pagesa të rregullta dhe shpesh kërkojnë transparencë më të madhe financiare. Kjo rrit disiplinën ndaj menaxhimit dhe zvogëlon mundësinë për vendime të dëmshme

ose të pakontrolluara nga ana e tyre. Nga ana tjetër, financimi përmes kapitalit vetjak mund t'u japë menaxherëve më shumë liri, por gjithashtu mund të rrisë rrezikun e konfliktit të interesave me aksionarët ekzistues. Prandaj, zgjedhja e strukturës së kapitalit ndikon në ekuilibrin e fuqisë dhe kontrollit brenda firmës dhe është një element kyç në teorinë e kontrollit të saj.

Harris dhe Raviv (1988) arrijnë në përfundimin se struktura optimale e kapitalit është rezultat i një baraspeshe midis fuqizimit të menaxhimit përmes rritjes së fuqisë së votës dhe rritjes së rrezikut të falimentimit të firmës, i cili do t'ia hiqte autoritetin menaxhimit ekzistues. Sipas Stulz (1988), një përqindje më e lartë e aksioneve me të drejte vote të mbajtura nga menaxhimi ul gjasat për marrje kontrolli nga jashtë, por rrit primin që do të ofrohej në rast të një oferte për blerje. Sipas Israel (1991), firmat objekt të blerjes priren të emetojnë më shumë borxh kur fuqia negociuese e aksionarëve të tyre bie, e cila çon në uljen e pjesës së tyre në premiumin e blerjes. Zgjedhja e strukturës së kapitalit ndikohet nga mënyra se si ajo ndikon në shpërndarjen e përfitimeve nga sinergjitë midis palëve, si dhe nga gjasat që një blerje me rritje vlere të realizohet. Niveli optimal i borxhit përfaqëson një kompromis ndërmjet një pjese më të madhe të përfitimeve për aksionarët e firmës objekt dhe një gjase më të ulët që ndërmarrja të bëhet objekt blerjeje. Sipas gjetjeve të tij, nivelet më të larta të borxhit rrisin përfitimin e firmës blerëse nga fitimi i përgjithshëm i kapitalit, ndërkohë që ulin mundësinë që firma të jetë objekt i një blerjeje. Për më tepër, njoftimet për oferta blerjeje zakonisht shoqërohen me rritje të çmimit të aksioneve dhe të borxhit të firmës objekt, si dhe me rritje të vlerës së firmës blerëse. Argumenti kryesor është se menaxherët mund të përmirësojnë pozicionin e tyre në garat e ardhshme për marrje kontrolli përmes përzgjedhjes strategjike të strukturës së kapitalit dhe të pronësisë. Në punimin e tij të vitit 1992, Israel thekson se menaxhimi ekzistues e përdor borxhin si një instrument për të maksimizuar përfitimet ndaj konkurrentëve. Ai përfundon se vlera e një firme ndikohet nga të dyja: struktura e kapitalit dhe struktura e pronësisë (Baker & Martin, 2001, p. 82).

Pra, si konkluzion themi se struktura e kapitalit dhe ajo e pronësisë ndikojnë ndjeshëm në vlerën e firmës dhe shërbejnë si mjete strategjike për të rritur përfitimet dhe për të fituar avantazh në garat për marrjen e kontrollit.

2.3.7 Teoria e kostos së produktit

Ky nën seksion trajton modelet e strukturës së kapitalit të bazuara në koston e produktit, të cilat theksojnë lidhjen ndërmjet vendimeve financiare dhe karakteristikave të tregut të produktit apo inputeve të tij.

Modelet e strukturës së kapitalit të bazuara në koston e produktit¹⁰ rrjedhin nga teori të reja të zhvilluara më së fundmi. Kërkimet shqyrtojnë marrëdhënien ndërmjet strukturës së kapitalit dhe karakteristikave të inputeve të produktit ose strategjisë së tregut të produktit (Harris & Raviv, 1991). Sipas Brander dhe Lewis (1986), vendimet financiare dhe ato që lidhen me tregun e produktit janë zakonisht të ndërlidhura. Ata evidentojnë ndryshime të qëndrueshme në strukturat financiare midis industrive të ndryshme, të cilat mund të shpjegohen përmes faktorëve specifikë të industrisë, si nivelet e ndryshme

¹⁰ Teoria e kostos së produktit studion shpenzimet që ndërmarrjet bëjnë për të prodhur një produkt ose shërbim. Kjo teori është thelbësore për të kuptuar çmimet, fitimin, vendimmarrjen në nivel mikroekonomik dhe për ndërtimin e strategjive të prodhimit dhe çmimit.

të konkurrencës. Titman (1984) argumenton se falimentimi i një firme mund të shkaktojë kosto për klientët ose furnitorët, si për shembull pamundësia për të siguruar produkte, pjesë këmbimi ose shërbime në kohën e duhur (Baker & Martin, 2001, p. 83). Duke përfshirë këto kosto që zakonisht anashkalohen, ata tregojnë se si firmat mund të përdorin strukturën e kapitalit për të detyruar aksionarët të ndjekin një strategji optimale të likuidimit. Sipas Singh et al., (2003), niveli i levës financiare ka një marrëdhënie negative me diversifikimin gjeografik, por një marrëdhënie pozitive me shumëllojshmërinë e linjave të produkteve. Campello (2003) ofron prova në nivel firme dhe industrie mbi mënyrën se si struktura e kapitalit ndikon në rezultatet e produkteve në sektorë të ndryshëm. Rezultatet e tij tregojnë se firmat që varen më shumë nga financimi i jashtëm kanë më shumë gjasa të reduktojnë përpjekjet për të rritur pjesën e tregut gjatë recesioneve. Efektet konkurruese të këtyre veprimeve ndikohen gjithashtu nga struktura financiare e firmës dhe ajo e konkurrentëve të saj. Stomper dhe Zulehner (2004) shqyrtojnë ndikimin e levës financiare mbi investimet dhe gjejnë prova që tregojnë se strategjia e firmës ndikohet nga afati i borxhit dhe niveli i levës. Norton (1995) studioi marrëdhënien ndërmjet strukturës së kapitalit dhe çështjeve të lidhura me modelin e franshizës, duke arritur në përfundimin se franshiza është, padyshim, një çështje që lidhet me strukturën e kapitalit, ku borxhi i franshizë-marrësit mund të shërbejë si një mekanizëm për përzgjedhje dhe sigurim të besueshmërisë.

Nga sa argumentuam mund të themi se teoria e koston së produktit lidhet me strukturën e kapitalit pasi mënyra e financimit ndikon në koston totale të prodhimit. Financimi me borxh shton kosto fikse indirekte përmes interesave, që përfshihen në çmimin e produktit, ndërsa financimi me kapital vetjak ul presionin financiar afatshkurtër, por rrit kërkesat për kthim nga aksionarët. Kështu, struktura e kapitalit ndikon në analizën e koston, çmimin e produktit dhe efikasitetin financiar të firmës.

Pra, si konkluzion këto studime shqyrtojnë marrëdhënien ndërmjet strategjisë së marketingut, cilësive të produkteve ose inputeve dhe strukturës së kapitalit. Kërkimet tregojnë se struktura e kapitalit dhe strategjia e tregut të produktit ose karakteristikat e inputeve të produktit janë të lidhura me njëra tjetrën. Duke qenë se kjo ide është ende në fazat e para, kërkime të mëtejshme janë të nevojshme për të mbështetur bazën aktuale të njohurive.

2.4 Përmbledhje e literaturës mbi teoritë e strukturës së kapitalit

Kjo pjesë e seksionit ofron mendime përmbyllëse, një përmbledhje të analizës mbi teoritë kryesore klasike të strukturës së kapitalit dhe të evidencave empirike të diskutuara më herët përgjatë kapitullit.

Të dhënat empirike përgjatë studimeve të autorëve të ndryshëm zakonisht mbështesin parashikimin kryesor të teorisë (TOT), ku pritshmëritë për koston e falimentimit duhet të jenë në lidhje të kundërt me nivelin e levës financiare. Megjithatë marrëdhëniet negative ndërmjet borxhit dhe performancës përbën mangësinë kryesore të kësaj teorie. Teoria (POT) është e vetmja që ofron një shpjegim të qartë për këtë fenomen. Gjithashtu, kjo teori shpjegon reagimin negativ të tregut ndaj njoftimeve për emetim të aksioneve të reja. Ndërsa reagimi negativ i tregut ndaj transaksioneve që ulin levën financiare dhe reagimi pozitiv ndaj atyre që e rrisin atë mund të shpjegohen nga teoria e sinjalizimit. Për më tepër, kjo teori parashikon një reagim pozitiv të tregut ndaj krizave të borxhit, megjithëse kjo nuk mbështetet nga provat empirike. Shumica e të

dhënave tregojnë se menaxherët vonojnë emetimin e titujve derisa kushtet e tregut të përmirësohen. Disa artikuj studimor të fundit diskutojnë problemet me teorinë e kompensimit, si konservatorizmi ndaj borxhit dhe ndjeshmëria e ulët e borxhit ndaj rritjes së tatimeve. Evoluimi dinamik i teorive të strukturës së kapitalit përgjatë 20 viteve të fundit ka sjellë disa risi dhe përfundime të rëndësishme. Së pari, konceptet e teorive të rendit të zgjedhjes dhe të kompensimit janë trajtuar gjerësisht nga studiuesit, por, të shqyrtuara individualisht, ato ende nuk arrijnë të shpjegojnë disa nga faktet më të rëndësishme të strukturës së kapitalit. Prandaj, studiuesit duhet ende të zhvillojnë modele të reja që i kombinojnë këto dy teori në një teori të re hibride, ose të krijojnë versione dinamike të secilës prej tyre. Së dyti, pas botimit të punës së Baker dhe Wurgler (2002), teoria e zgjedhjes të kohës së duhur të tregut është shfaqur si një teori e veçantë mbi strukturën e kapitalit. Megjithatë, aspektet teorike dhe gjetjet empirike të kësaj teorie nuk janë aq të zhvilluara sa ato të teorisë së kompensimit apo të rendit të zgjedhjes. Së treti, pyetëtorët e menaxherëve mbi zgjedhjet e tyre në lidhje me strukturën e kapitalit janë shndërruar në një fushë të rëndësishme studimi. Për shembull, Graham dhe Harvey (2001) në anketimin e tyre tek menaxherët financiarë, tregojnë një mospërputhje të dukshme ndërmjet teorisë dhe praktikës. Së katërti, disa nga hipotezat bazë të teorisë së sinjalizimit nuk mbështeten nga të dhënat empirike. Për të zhvilluar modele alternative që mund të rivalizojnë teorinë e kompensimit dhe atë të rendit të zgjedhjes, kërkime të mëtejshme janë të nevojshme të ndërmerren në të ardhmen.

KAPITULLI 3

FAKTORËT SHPJEGUES DHE MATËS TË STRUKTURËS SË KAPITALIT

Pas diskutimit mbi atë që akademikët dhe menaxherët financiar besojnë ose të paktën pretendojnë se është e rëndësishme për strukturën e kapitalit të një firme, kapitulli vijon me një qasje më sistematike për të zbuluar elementët ose faktorët që ndikojnë në vendimet për strukturën e kapitalit. Seksioni fillon me një përshkrim mbi levën financiare si një tregues matës për tri raportet e borxhit, total, afatgjatë dhe afatshkurtër. Në vazhdimësi paraqiten faktorët specifikë të strukturës së kapitalit, duke përmbyllur me faktorët makroekonomikë. Në përfundim shqyrtohen evidencat empirike nga vendet e zhvilluara, ato në zhvillim dhe të rajonit, me qëllim ofrimin e një pasqyre të plotë dhe analitike mbi këtë fushë themelore të financave.

3.1 Leva financiare dhe struktura e kapitalit

Në përgjithësi teoritë e strukturës së kapitalit vendosin një ndërlidhje midis levës financiare dhe vlerës në treg të firmës. Prandaj, në këtë seksion do të trajtohen konceptet themelore mbi kuptimin e levës financiare dhe mënyrat e matjes. Fokusi i kësaj analize konsiston në identifikimin e argumentave mbi rëndësinë e këtij instrumenti për menaxhimin dhe analizën financiare të kapitalit, si dhe për qëllimet e këtij studimi.

Leva financiare është një koncept themelor në analizën financiare dhe menaxhimin e kapitalit, i cili lidhet me mënyrën se si firmat përdorin burimet e huaja të financimit për të rritur kthimin mbi kapitalin e vet. Ajo tregon raportin e borxhit me kapitalin në strukturën financiare të një firme dhe ka një ndikim të drejtpërdrejtë në qëndrueshmërinë, performancën dhe aftësinë e saj për të menaxhuar rreziqet financiare. Në praktikë, niveli i levës financiare ndikohen nga një sërë faktorësh, të cilët do të diskutohen në veçanti përgjatë kapitullit. Në kontekst akademik, leva financiare trajtohet si një element kyç në teoritë e strukturës së kapitalit, të cilat synojnë të shpjegojnë se si firmat përcaktojnë kombinimin optimal ndërmjet kapitalit të vet dhe borxhit (Modigliani & Miller, 1958). Leva financiare përfaqëson përdorimin e borxhit për të financuar aktivitetet e një firme, me qëllim maksimizimin e kthimit mbi kapitalin dhe vlerën e saj, duke ndikuar në stabilitetin financiar dhe rrezikun operativ. Rreziku shtesë që investitorët marrin përsipër si rezultat i përdorimit të levës financiare njihet ndryshe si rrezik financiar. Kështu që kuptimi i levës financiare nuk është thjesht vetëm një analizë statistikore e raportit të borxhit, por një reflektim i mënyrës së firmës për të kuptuar dhe menaxhuar në mënyrë eficiente burimet e saj financiare në një mjedis dinamik dhe riskioz. Ndryshe me fjale të tjera mund të themi se përqindja e aktiveve të një firme që financohet me borxh në vend të kapitalit të vet është e njohur si leva financiare. Përdorimi i borxhit ose ndryshe i levës financiare përqëndron rrezikun e biznesit të firmës tek aksionerët e saj, pasi mbajtësit e huave (institucionet financiare), të cilët marrin pagesa fikse interesi, nuk mbajnë asnjë nga rreziqet e biznesit (Brigham & Ehrhardt, 2008, p. 572). Sipas autoreve Brigham dhe Ehrhardt (2008, p. 565) të cilët shprehen se "Struktura e kapitalit i referohet kombinimit të borxhit dhe kapitalit të firmës. Një firmë që dëshiron të maksimizojë vlerën e saj do ta arrijë këtë duke krijuar fillimisht një strukturë optimale të kapitalit dhe pastaj duke siguruar financime të reja në një mënyrë që mbaje strukturën e kapitalit brenda kufijve të objektivave të paracaktuar përgjatë kohës". Megjithatë, duke konsideruar literaturën e strukturës së

kapitalit ekzistojnë përkufizime të shumta të strukturës së kapitalit. Berk dhe De Marzo (2019, p.525) e përkufizoi atë si "proporcion relativ të borxhit, kapitalit dhe letrave të tjera me vlerë që një firmë ka të papaguara [...]", ndërsa Van-Horn (2001) e përcaktoi atë si raportin e borxhit ndaj kapitalin total të firmës. Ekzistojnë gjithashtu përkufizime më komplekse si ajo e Brealey et al., (2010) duke deklaruar se "i referohet ekskluzivisht burimeve të financimit afatgjatë të firmës" (p. 4) dhe më vonë duke deklaruar se "Atje janë shumë tipe të ndryshme borxhi, dhe të paktën dy tipe të kapitalit [...], plus hibride [...]. Firma mund të emetojë dhjetëra letra me vlerë të ndryshme në kombinime të panumërta" (p. 418) dhe firmat e bëjnë këtë për të gjetur kombinim më të mirë që maksimizon vlerën e firmës. Struktura e kapitalit përbën një aspekt thelbësor në menaxhimin financiar të firmave dhe reflekton mënyrën se si financohen aktivet e tyre përmes borxhit dhe kapitalit.

Pyetjes së Myers *"Cili është kombinimi më i mirë ndërmjet këtyre dy burimeve?"* ende sot kërkohet ti jepet një përgjigje jo lehtë e zgjidhshme, për më tepër mund të themi se *"Nuk ka teori universale të zgjedhjes midis borxhit dhe kapital, dhe nuk ka arsye të pritjes së një gjëje të tillë"* (Myers, 2001, p. 81). Në përgjithësi firmat përdorin borxhin për të maksimizuar kthimin mbi kapitalin (ROE) dhe kthimin mbi aktivet (ROA), por rritja e levës financiare gjithashtu rrit edhe rreziqet gjatë periudhave të rënies ekonomike (Modigliani & Miller, 1958). Në literaturën akademike, koncepti i levës financiare shpesh lidhet me teorinë (TOT), e cila propozon se firmat kërkojnë një strukturë optimale kapitali që balancohet midis përfitimeve të borxhit—siç janë kursimet tatimore—dhe kostove të mundshme të falimentimit që vijnë si pasojë e mbingopjes me borxh (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984). Në këtë kuptim, leva nuk është thjesht një vendim teknik specifik për firmën, por edhe një reflektim i konsideratave makroekonomike, politikave fiskale, zhvillimit të tregjeve financiare dhe ne veçanti kontekstit në të cilin operon firma. Leva mund të sjellë përfitime të konsiderueshme për një firmë, si uljen e barrës tatimore (teoria TOT) dhe rritjen e kthimeve për aksionerët kur kthimi mbi aktivet është më i lartë se kostoja e borxhit. Megjithatë, ajo sjell gjithashtu së bashku me përfitimet edhe rreziqe të shtuara, pasi një nivel i lartë levës financiare (raportit të borxhit) mund të çojë në paaftësi për të përmbushur në kohë detyrimet financiare në rast të rënies së të ardhurave si pasojë e pamjaftueshmërisë së tyre ose kushteve të pafavorshme në treg.

Në testimin se cilët faktorë janë të ndërlidhur me levën financiare, është e nevojshme të përcaktohet fillimisht koncepti i levës. Janë përdorur shumë përkufizime të ndryshme empirike mbi konceptin e levës. Disa studiues mbrojnë konceptin e levës kontabël, ndërsa të tjerë mbrojnë konceptin të levës së tregut. Sipas Myers (1977), menaxherët financiarë fokusohen në levën kontabël sepse borxhi mbështetet më mirë nga aktivet e prekshme sesa nga mundësitë e rritjes. Leva kontabël është gjithashtu e preferuar sepse tregjet financiare luhaten shumë dhe menaxherët mendohet se besojnë se numrat e levës së tregut nuk janë të besueshëm si një udhëzues për politikën financiare të firmës. Ndërsa mbrojtësit e levës së tregut argumentojnë se vlera kontabël e kapitalit është kryesisht një "numër" i përdorur për të balancuar anën e majtë dhe të djathtë të bilancit në vend të një numri të rëndësishëm në aspektet menaxheriale (Welch, 2004). Vlera kontabël është e fokusuar me një këndvështrim prapa dhe me atë që ka ndodhur përgjatë kohës, ndërsa vlera e tregut supozohet të jetë me shikim përpara dhe reflekton atë që mund të ndodhi në të ardhmen si pasojë e informacioneve që derivojnë në tregjet financiare. Nisur nga sa argumentuam mund të themi se leva financiare përfaqëson përdorimin e borxhit për të financuar aktivitetet e një firme me qëllim kryesor rritjen e kthimit për aksionarët. Kjo strategji financimi është një nga komponentët kryesorë të strukturës së kapitalit dhe luan një rol të rëndësishëm në vendimmarrjen financiare të

firmave, veçanërisht në tregjet në zhvillim siç është edhe rasti Shqipërisë. Megjithatë, teoria (POT) argumenton se firmat preferojnë të financojnë investimet e tyre përmes burimeve të brendshme për shkak të asimetrisë së informacionit mes menaxhimit dhe investitorëve, duke e përdorur borxhin vetëm kur është e nevojshme.

Në kontekstin e vendeve me ekonomi të centralizuar, si në rastin e Kinës, leva financiare është e ndikuar ndjeshëm nga politikat qeveritare dhe struktura institucionale. Për shembull, pas një programi stimujsh në shkallë të gjerë, shumë firma kineze u inkurajuan të përdorin borxhin për të financuar rritjen e tyre, e cila rezultoi në një rritje të lartë të riskut të ekspozimit financiar dhe ulje të rolit të fitimeve të mbajtura në strukturën e kapitalit (Zhou et al., 2020). Prania e shtetit në pronësinë e firmave, veçanërisht në sektorët strategjikë si energjia dhe metalurgjia, ka ndikuar që këto firma të kenë akses më të lehtë në kredi dhe norma më të ulëta interesi, duke shtuar me tej përdorimin e levës financiare (Chen et al., 2019). Për më tepër, analiza krahasuese mes firmave kineze dhe atyre të vendeve të tjera të BRIC¹¹ tregon se ndryshimet në leva financiare shpesh pasqyrojnë dallime në zhvillimin institucional dhe qasjen në tregjet e kapitalit (Nazarova & Budchenko, 2020). Në këtë kuptim, mund të themi se leva nuk është vetëm një vendim konkret specifik i firmave, por edhe një reflektim i faktorëve makroekonomikë, institucionale dhe kontekstit ku operon firma.

Sipas një shqyrtimi të levës financiare, të kryer nga autoret Rajan dhe Zingales, (1995, p. 1428), Smart et al., (2004 p. 415) dhe De wet, (2006 p. 2), vihet re se struktura e kapitalit ndryshon ndërmjet shteteve por edhe ndërmjet kontekstit të shteteve në zhvillim dhe shteteve të zhvilluara. Struktura tipike e raportit të borxhit të përdorur nga firmat në shtetet të zhvilluara dhe shtetet në zhvillim është paraqitur në Tabelën 1 si më poshtë.

Tabela 1. Paraqet raportet e borxhit total dhe afatgjatë me vlerat kontabël dhe vlerat e tregut për shtetet në zhvillim dhe shtetet e zhvilluara.¹²

Vendi	Borxhi total / aktive totale, (vlera kontabël, %)	Borxhi afatgjatë / totalin e kapitalit, (vlera kontabël, %)	Borxhi afatgjatë / totalin e kapitalit, (vlera tregut, %)
Të zhvilluara:			
Mbretëri Bashkuar	54	28	35
Kanada	56	39	35
Japoni	69	53	29
Itali	70	47	46
France	71	48	41
Gjermani	78	38	23
Në zhvillim:			
Malajzi	42	13	7
Jordani	47	12	19
Turqi	59	24	11
Pakistan	66	26	19

¹¹ BRICS është një grupim i ekonomive botërore të Brazilit, Rusisë, Indisë, Kinës dhe Afrikës së Jugut.

¹² Burimi: përshtatur nga studimet e Rajan dhe Zingales, (1995, p. 1428); De wet, (2006, p. 2) dhe Smart et al., (2004, p. 415).

Indi	67	34	35
Korea jugut	73	49	64
Africa jugut	79	62	35

Duket qartë se firmat në Francë, Itali dhe Japoni përdorin financim të borxhit afatgjatë me norma më të larta se firmat në shtetet e tjera të G7. Për më tepër, sipas studimit të bërë, firmat në shtetet e zhvilluara shpesh kanë më shumë lehtësi dhe marrin më shumë financime se ato në shtetet në zhvillim. Raporti i borxhit ndërmjet bizneseve në Afrikën e Jugut duket se është më i lartë se ai i bizneseve në shtetet e tjera në zhvillim (De wet, 2006 p. 2). Të dhënat e ofruara tregojnë dallime të qarta midis vendeve të zhvilluara (G7)¹³ dhe atyre në zhvillim në lidhje me përdorimin e borxhit, si në terma kontabël ashtu edhe sipas vlerave të tregut. Nisur nga Tabela 1, për sa i përket raportit borxhi total ndaj aktiveve totale me vlera kontabël, në përgjithësi, vendet e zhvilluara shfaqin një prirje më të lartë për të përdorur borxh në financimin e aktiveve të tyre. Duke bërë një analizë krahasuese të tabelës 1 të studimit të Rajan dhe Zingales (1995, p. 1428), mesatarja e këtij raporti për vendet e G7 është rreth 65.1%, me Gjermaninë që kryeson me 78%, ndërsa Mbretëria e Bashkuar paraqet nivelin më të ulët në këtë grup me 54%. Në kontrast, vendet në zhvillim kanë një mesatare më të ulët prej 61.9%, me Malajzinë në fund me 42% dhe Afrikën e Jugut në kryesim me 79%, duke e kaluar madje edhe disa vende të G7. Ndërsa për raportin borxhi afatgjatë ndaj kapitalit total me vlera kontabël, ky tregues pasqyron përqindjen e kapitalit që vjen nga financimi me borxh afatgjatë. Edhe këtu vendet e zhvilluara shfaqin përsëri nivele relativisht më të larta, me një mesatare rreth 41.4%, ku Japonia (53%) dhe Franca (48%) janë ndër më të lartat. Në vendet në zhvillim, mesatarja e këtij raporti është më e ulët, rreth 29%, me Malajzinë (13%) dhe Jordaninë (12%) që përfaqësojnë nivelet më të ulëta.

Tabela 2. Paraqet raportet e borxhit afatgjatë në vlera kontabël për firmat në SHBA dhe Afrikën e Jugut e ndarë sipas sektorëve kryesore.¹⁴

Spektori	Në SHBA Borxhi afatgjatë / totalin e kapitalit, (vlera kontabël, %)	Në Afrikën Jugut Borxhi afatgjatë / totalin e kapitalit, (vlera kontabël, %)
Teknologji	19	20
Energji	30	31
Shëndetësi	32	33
Transporti	40	45
Ndërtimi	46	48
Tregti	46	56
Konglomerate	54	32
Shërbime	63	35

Tabela 2 tregon se disa industri paraqesin nivele të ngjashme të raportit të borxhit, ndërsa industri të tjera shfaqin dallime të mëdha. Brigham dhe Ehrhardt (2003, p.477) vërejnë gjithashtu se ekzistojnë mospërputhje të theksuara në nivelet e borxhit ndërmjet firmave amerikane brenda së njëjtës industri. Sipas Smart et al., (2004) vërejnë se

¹³ Grupi (G7) është një grup të 7 vendeve të zhvilluara ekonomikisht, siç janë, Kanada, Franca, Gjermania, Italia, Japonia, Mbretëria e Bashkuar dhe Shtetet e Bashkuara. G7 paraqesin më shumë se 64% të pasurisë botërore.

¹⁴ Burimi: (Brigham & Ehrhardt 2008, p. 477)

strukturat e kapitalit kanë tendencë në përgjithësi të shfaqin modele të caktuara sipas industrive, pavarësisht shtetit të përfshirë. Firmat në disa industri në shtetet e zhvilluara kanë raporte të larta borxh/kapital, ndërsa firmat në industri të tjera përdorin pak borxh afatgjatë. Autoret Smart et al. (2004, p. 413) sugjerojnë se këto modele tregojnë se kombinimi optimal të aktiveve të një industrie, përveç ndryshueshmërisë të mjedisit të operimit, "ndikon ndjeshëm në strukturat e kapitalit të zgjedhura nga firmat kudo në botë".

Duke qenë se struktura e borxhit konsiderohet si një faktor ndikues në vendimmarrjen financiare në këtë studim, është thelbësore të përcaktohet mënyra e matjes së saj. Leva financiare do të përdoret për të përkufizuar strukturën e kapitalit të firmave, pasi ajo pasqyron përmasën e borxhit të përdorur në strukturën e tyre financiare (Berk & De Marzo, 2013, p. 39). Raporti i borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të jetë variabli kryesor që do të përdoret për të adresuar pyetjen kërkimore. Studimet e mëparshme kanë treguar se leva financiare mund të ketë ndikime të ndryshme në vendimmarrjen financiare, në varësi të raportit të borxhit të zgjedhur. Për shembull, Abor (2005, p. 443) zbuloi se borxhi afatshkurtër dhe borxhi total kishin një lidhje pozitive me performancën, ndërsa borxhi afatgjatë kishte një lidhje negative. Meqenëse lidhja me vendimmarrjen financiare mund të ndryshojë në varësi të masës së levës së përdorur, ky studim do të shqyrtojë borxhin total, borxhin afatshkurtër dhe borxhin afatgjatë, në mënyrë që rezultatet të jenë të vlefshme për arritjen e qëllimit të studimit. Prandaj, variablat për levën financiare sipas Penman (2013, p. 686), Rajan dhe Zingales, (1999, p. 1457), ndër të tjerë janë:

- Raporti i borxhit total ndaj aktiveve totale = Borxhi total / Aktivitet totale
- Raporti i borxhit afatgjatë ndaj aktiveve totale = Borxhi afatgjatë / Aktivitet totale
- Raporti i borxhit afatshkurtër ndaj aktiveve totale = Borxhi afatshkurtër / Aktivitet totale

Identifikimi i komponentëve që kanë ndikim të qëndrueshëm dhe statistikisht domethënës në parashikimin e levës është thelbësor, pasi drejtimi i prituri i lidhjes nuk është gjithmonë i qartë (Baker & Martin, 2001, p. 30). Diskutimi që vijon përqendrohet vetëm në ato faktorë që përdoren më shpesh nga autorë të ndryshëm në studimet empirike mbi strukturën e kapitalit. Shumica e këtyre faktorëve janë të përfshirë në atë që quhen "faktorët bazë" ose "modeli bazë i levës financiare", sipas përkufizimit të Frank dhe Goyal (2009).

Pra, si konkluzion shumica e studiuesve e kanë përdorur instrumentin e levës financiare si një element bazë të teorisë së strukturës së kapitalit, i cili mundëson vlerësimet reale dhe analizat dinamike për të identifikuar faktorët që përcaktojnë strukturat optimale të kapitalit në kontekstin e kohës dhe të vendit. Në një epokë ku firmat nga vendet në zhvillim po zgjerojnë ndikimin e tyre në ekonominë globale, analiza e faktorëve që përcaktojnë strukturën e tyre të kapitalit merr një rëndësi të veçantë. Duke u matur përmes raporteve të borxhit total, afatshkurtër dhe afatgjatë ndaj aktiveve, leva financiare pasqyron shkallën e përdorimit të financimit me borxh dhe shërben si bazë për analizimin e lidhjes së saj në vendimmarrjen financiare. Kjo qasje mbështetet në literaturë të mëparshme teorike dhe empirike, të cilat sugjerojnë se efektet e levës në vendimmarrjen financiare mund të jenë të ndryshme, në varësi të natyrës së borxhit dhe karakteristikave specifike të firmës, duke e bërë analizën e saj të domosdoshme për kuptimin e dinamikës së strukturës së kapitalit.

3.2 Faktorët specifikë të strukturës së kapitalit

Kjo pjesë e nën seksionit paraqet konkretisht variablat bazë empirikisht të provuar që mund të masin dhe shpjegojnë ndryshimet ndër kohorë dhe ndërmjet firmave në raportet e levës financiare. Duke nisur nga faktorët specifikë në përfundim do të trajtohen faktorët makroekonomikë që mendohet se ndikojnë në mënyrë të rëndësishme mbi levën financiare.

3.2.1 Trupëzimi aktiveve

Shkalla e kolateralit që një firma mund të ofrojë ndaj kreditorëve të saj mund të matet përmes trupëzimit të aktiveve të saj. Kreditorët ndihen më të sigurt kur ndërmarrja ka një raport të lartë të aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve, pasi në rast falimentimi ata mund t'i likuidojnë këto aktive. Nga ana tjetër, një raport i ulët i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve nënkupton më pak kolateral të disponueshëm për kreditorët në rast falimentimi (Baker & Martin, 2001, f. 31). Trupëzimi aktiveve zvogëlon rrezikun e lidhur me borxhin, por ndikimi i tij në strukturën e kapitalit nuk është i njëanshëm.

Sipas Jensen dhe Meckling (1976) si dhe Galai dhe Masulis (1976), aksionerët e firmave me levë të lartë kanë prirje të investojnë më shumë se sa duhet, çka mund të çojë në konfliktin klasik midis aksionarëve dhe mbajtësve të borxhit. Nga ana tjetër, kreditorët kanë më shumë garanci për kthimin e huasë dhe një normë më të lartë rikuperimi nëse borxhi sigurohet me aktive materiale ekzistuese. Kështu, teoria (TOT) parashikon një lidhje pozitive midis përqindjes së aktiveve të prekshme dhe levës financiare, për shkak të uljes së kostove të pritshme të vështirësive financiare dhe reduktimit të problemeve të agjentit të lidhura me borxhin Rajan dhe Zingales (1995, p. 1454). Për më tepër, emetimi i aksioneve është më pak i kushtueshëm kur firmat kanë më shumë aktive të prekshme, për shkak të asimetrisë më të ulët të informacionit (Harris dhe Raviv, 1991). Meqenëse kostot e monitorimit janë zakonisht më të larta për firmat që zotërojnë më pak aktive të përshtatshme si kolateral, ato mund të preferojnë të marrin më shumë borxhe për të kufizuar përdorimin e përfitimeve personale. Sipas teorisë (POT), kjo qasje sugjeron një lidhje negative ndërmjet levës financiare dhe trupëzimit të aktiveve. Një nga përfundimet më të qëndrueshme nga kërkimet mbi strukturën e kapitalit është lidhja pozitive ndërmjet aktiveve fikse dhe raporteve të borxhit (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2003). Kërkimet tregojnë një marrëdhënie të favorshme ndërmjet nivelit të borxhit afatgjatë dhe aktiveve të prekshme. Asimetria e informacionit, kostot e agjentit dhe shpenzimet e falimentimit janë faktorët nxitës që qëndrojnë pas kësaj lidhjeje, dhe të gjithë ndikojnë pozitivisht në nivelin e borxhit. Kur huadhënësit ofrojnë kredi të siguruara nga aktive të qëndrueshme (kolateral), ata shqetësohen më pak për kostot e agjentit të mundshme, asimetrinë e informacionit dhe rrezikun e falimentimit. Në këtë rast kolaterali redukton shumën e borxhit që duhet kthyer në rast të mos pagesës dhe mund ta bëjë borxhin më tërheqës sesa emetimi i aksioneve (Baker & Martin, 2001, p. 136). Firmat që zotërojnë një nivel të lartë të aktiveve fizike priren të përballen me kosto më të ulëta falimentimi (Harris & Raviv, 1991; Myers, 1977; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Si rrjedhojë, propozohet që rritja e aktiveve fikse të çojë në një nivel të lartë të levës financiare së firmës D' amato, (2019).

Trupëzimi i aktiveve mund të matet përmes variablave zëvendësues të ndryshëm, si raporti i shpenzimeve për kërkim dhe zhvillim ndaj shitjeve, raporti i shpenzimeve të përgjithshme dhe administrative ndaj shitjeve, dhe raporti i aktiveve neto materiale (toka, ndërtesa, impiante dhe pajisje) ndaj totalit të aktiveve.

3.2.2 Madhësia firmës

Ndikimi i madhësisë së firmës në levën financiare mbetet gjithashtu i paqartë. Nga njëra anë, Titman dhe Wessels (1988) argumentojnë se firmat e mëdha falimentojnë më rrallë dhe janë më të diversifikuara. Për më tepër, kostot e falimentimit zakonisht janë më të larta për firmat e vogla, pasi përfshijnë si kosto fikse, ashtu edhe kosto variabël (Warner, 1977; Ang et al., 1982). Si rrjedhojë, teoria (TOT) parashikon një lidhje pozitive midis madhësisë dhe levës financiare, dhe një lidhje negative midis madhësisë dhe probabilitetit të falimentimit.

Nga ana tjetër, madhësia mund të konsiderohet si një zëvendësues për asimetrinë e informacionit që ekziston midis tregjeve të kapitalit dhe drejtuesve të firmave. Për shembull, pasi analistët i kushtojnë më shumë vëmendje firmave më të mëdha, këto të fundit janë më të afta të emetojnë aksione që janë të ndjeshme ndaj informacionit. Si rrjedhojë, teoria (POT) parashikon një lidhje negative ndërmjet madhësisë së firmës dhe levës, me firmat më të mëdha që tregojnë një preferencë më të madhe për emetimin e aksioneve krahasuar me borxhin (Baker & Martin, 2001, p. 31).

Sipas të dhënave empirike mbi efektin e madhësisë të firmat e listuara, ekziston një lidhje pozitive midis madhësisë dhe levës financiare (Hovakimian & Li, 2009). Megjithatë, sipas Brav (2009), firmat e vogla në Mbretërinë e Bashkuar mbështeten më pak në tregjet e jashtme të kapitalit dhe më shumë në financimin përmes borxhit. Ideja se madhësia lidhet negativisht me probabilitetin e falimentimit buron nga kostot relativisht më të larta të falimentimit për firmat e vogla. Në studimin e tyre të vitit 1993 mbi firmat e vogla, Van der Wijst dhe Thurik zbulojnë se faktorët teorikë që ndikojnë në strukturën e kapitalit duken të rëndësishëm. Megjithatë, ndikimet rezultojnë të jenë shumë më komplekse sesa sugjerojnë teoria. Autorët zbulojnë se ndikimi neto i forcave të kundërta mbi borxhin afatshkurtër dhe afatgjatë shfaqet si ndikim mbi borxhin total Rajan dhe Zingales (1995, p. 1456). Investitorët në firmat e vogla dhe të palistuara duhet të mbështeten në raportet financiare vjetore dhe në çdo informacion që mund të sigurojnë përmes komunikimit të drejtpërdrejtë me drejtuesit e firmës. Një lidhje pozitive është e pritshme nëse firmat e vogla përballen me kufizime në tregun e aksioneve të jashtme. Kështu, shfaqet një kontradiktë: firmat e vogla duhet të kenë më shumë borxh për shkak të asimetrisë së informacionit, e cila sjell kufizime në aksesin ndaj kapitalit të jashtëm, por njëkohësisht duhet të kenë më pak borxh për shkak të kostove të larta të falimentimit D' amato, (2019). Firmat e vogla rrallëherë janë të listuara në bursë dhe, kur janë, diapazoni mes çmimit të blerjes dhe shitjes si dhe reagimi i çmimit të aksioneve ndaj lajmeve të tregut janë zakonisht më të mëdha se në firmat e mëdha. Të dyja këto tregues mbështesin faktin se firmat e vogla karakterizohen nga një shkallë më e lartë asimetrie informacioni (Baker & Martin, 2001, p. 136).

Hulumtimet empirike mbështesin parashikimet e teorisë së kompensimit (Fama & French, 2002; Hall et al., 2004; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Michaelas et al., 1999; Sogorb-Mira, 2005). Si rrjedhojë, madhësia e firmës pritet të ketë një ndikim të favorshëm në nivelin e levës financiare. Sipas D' amato, (2019), studiues të ndryshëm sugjerojnë se marrëdhënia midis madhësisë së firmës dhe levës financiare ndryshon në varësi të afatit të maturimit të huasë. Madhësia e një firme zakonisht matet përmes logaritmit natyror të totalit të aktiveve ose të shitjeve. Në mënyrë alternative, madhësia mund të matet edhe përmes një variabli dummy që merr vlerën një nëse firma ka qenë e listuar në bursë për më shumë se pesë vjet, dhe zero në të kundërt.

3.2.3 Mundësitë e rritjes

Sipas Jensen dhe Meckling (1976) dhe Myers (1977), drejtuesit e firmave me borxhe janë të motivuar të investojnë më pak dhe të zëvendësojnë aktivet. Firmat që kanë mundësi të mëdha zhvillimi kanë kosto më të larta agjencie që lidhen me borxhin.

Për shkak se ato kanë më shumë stimuj për të parandaluar investimet e pamjaftueshme dhe zëvendësimin e aktiveve, të cilat mund të rezultojnë nga konfliktet e agjencisë midis aksionerëve dhe kreditorëve, sipas teorisë së kompensimit, firmat me më shumë mundësi investimi pritet të kenë më pak borxh. Parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjes nënkuptojnë se borxhi dhe mundësitë për rritje janë në lidhje pozitive. Në përgjithësi, borxhi rritet kur investimet kalojnë fitimet e mbajtura dhe zvogëlohet kur investimet bien nën fitimet e mbajtura. Prandaj, firmat me mundësi investimi më të mëdha pritet të kenë një borxh më të madh të rregjistruar, duke pasur parasysh performancën më të mirë. Megjithatë, drejtuesit janë të shqetësuar për kostot e financimit të tashme dhe të ardhshme në një formë më të komplikuar të teorisë së rendit të zgjedhjes (Baker & Martin, 2001, p. 25). Myers karakterizon firmat me mundësi rritjeje si më pak të prirura për të përdorur financimin me borxh, dhe me të prirura të përdorin financim me kapital. Sipas Long dhe Malitz (1985), mundësitë për rritje të cilat janë të pa materializuara, specifike për firmën dhe të pamundshme për t'u vërejtur, priren të zvogëlojnë efikasitetin e kushteve të borxhit. Pronarët e bizneseve që kanë një përqindje të madhe të mundësive të investimeve të pa materializuara duhet të kufizojnë shumën e borxhit të rrezikshëm që kanë në qarkullim për të ulur shpenzimet e agjencisë (Baker & Martin, 2001, p. 138).

Barclay dhe Smith (1995) zbuluan se firmat e mëdha ose të rregulluara, të cilat kanë mundësi të kufizuara për zgjerim, kanë një përqindje më të madhe të borxhit afatgjatë në strukturën e tyre financiare. Në krahasim me menaxherët e firmave që nuk janë të rregulluara, menaxherët e firmave të rregulluara janë të ndikuar nga më shumë kufizime në zgjedhjet e tyre për investime të ardhshme. Barclay dhe Smith përfundojnë se mundësitë e investimeve të një firme janë faktori më i rëndësishëm sistematik në strukturën e saj financiare. Pasi firmat me rritje të lartë përdorin më pak borxh, Kim dhe Sorensen (1986) gjejnë mbështetje për hipotezën e rritjes së Myers. Ekziston një korrelacion negativ midis borxhit (levës) dhe raportit vlerë tregu/vlera kontabël e kapitalit, sipas studimeve që përdorin këtë matës si një tregues për rritjen. Teoria e "q-se" të Tobin-it¹⁵ thotë se raporti vlerë tregu/vlerë kontabël e kapitalit mund të interpretohet si mundësia e rritjes ose investimeve të firmës, por mund të shpjegohet gjithashtu si një pasojë e vështirësive të kohës së tregut të kapitalit. (Wurgler & Baker, 2002). Kërkimet mbi teorinë e kompensimit sugjerojnë se firmat me potencial të lartë rritjeje duhet të kenë një nivel më të ulët të levës financiare për shkak të rrezikut të shtuar të falimentimit (Baskin, 1989; Harris & Raviv, 1991; Myers, 1977, 1984). Dëshmitë empirike mbi SME-të dhe ekonomitë në zhvillim mbështesin teorinë (POT) (D'Amato, 2019; Degryse et al., 2012; Michaelas et al., 1999; Palacín-Sánchez et al., 2013; Sogorb-Mira, 2005). Sipas Myers (1977), mundësitë për rritje lidhen pozitivisht me borxhin afatshkurtër, por negativisht me borxhin afatgjatë. Megjithatë, literatura empirike mbi SME-të nuk ofron dëshmi të qëndrueshme lidhur me këto marrëdhënie

¹⁵ Teoria e "q-së së Tobin-it" është një koncept që lidhet me mënyrën se si firmat vendosin për investimet e tyre. Ku, q-ja e Tobin-it = Vlera e tregut e aktiveve të një firme / Kostoja zëvendësuese e aktiveve. Një "q" i lartë tregon se kompania ka pritshmëri të mira nga tregu dhe është një sinjal që ajo duhet të investojë më shumë. Ky tregues vlen të përdoret në ekonomi me tregje financiare funksionale dhe jo në rastin e Shqipërisë.

(Hall et al., 2004; Michaelas et al., 1999; Palacín-Sánchez et al., 2013; Sogorb-Mira, 2005).

Për të matur mundësitë për rritje, zakonisht përdoret raporti vlerë tregu/vlerë kontabël. Si alternativë, mund të matet potenciali i rritjes me raportin e shpenzimeve të kapitalit ndaj aktiveve ose ndryshimin në logaritmin e aktiveve totale, ose ndryshimin në aktivet totale ndaj totalit të aktiveve.

3.2.4 Performanca

Argumenti i teorisë (TOT) thotë se firmat më të fitimprurëse shtyhen drejt një borxhi më të madh për shkak të kostove të falimentimit, tatimeve dhe shpenzimeve të agjencisë. Së pari, ndërsa performanca rritet, shpenzimet e parashikuara të falimentimit bien. Së dyti, firmat më fitimprurëse inkurajohen të financohen më shumë me borxh kur pagesat për shpenzimet e interesit janë të zbritshëm për qëllime tatimore. Së fundmi, një levë ose raport borxhi më i madh ndihmon në kontrollimin e vështirësive të kostove të agjencisë, duke detyruar menaxherët të shpërndajnë një pjesë më të madhe të parasë shtesë të firmës, sipas modeleve të kostove të agjencisë të Jensen dhe Meckling (1976), dhe Jensen (1986). Angazhimi i fortë për të përdorur një pjesë më të madhe të ardhurave përpara interesave dhe taksave, për pagesat e borxhit nënkupton një lidhje pozitive midis borxhit dhe performancës (Baker & Martin, 2001, p. 25). Kjo ide është gjithashtu në përputhje me modelet e sinjalizimit të strukturës së kapitalit, të cilat sugjerojnë se menaxherët mund të përdorin nivele më të mëdha borxhi për të përcjellë një pamje pozitive për të ardhmen e firmës (Ross, 1977). Nga ana tjetër, teoria (POT) parashikon se fitimet më të mëdha duhet të çojnë në një borxh më të ulët. Firmat preferojnë të mbledhin fonde së pari përmes fitimeve të mbajtura, pastaj përmes borxhit dhe përfundimisht përmes lëshimit të aksioneve të reja të kapitalit. Kostoja e përzgjedhjes së pafavorshme që lidhet me lëshimin e aksioneve të reja në praninë e asimetrisë së informacionit është shkaku i kësaj hierarkie opsionesh financimi. Si rezultat, teoria (POT) mbështet fort nga një lidhje negative midis borxhit dhe performancës siç sugjerohet nga Rajan dhe Zingales (1995, pp. 1457–1458).

Një kthim i lartë i aktiveve (ROA) çon në një borxh më të ulët (Rajan & Zingales 1995; Baker & Wurgler 2002; Welch, 2004). Koncepti i rendit të zgjedhjes sugjeron që firmat preferojnë të përdorin fitimet e mbajtura para borxhit, gjë që mbështet këtë përfundim të fortë. Teoria (POT) e Myers dhe Majluf (1984) sugjeron se firmat preferojnë fitimet e mbajtura, siç tregohet nga ndikimi negativ i kthimeve të aktiveve mbi borxhin. Argumenti i fluksit të lirë të parasë i Jensen (1986) nuk është konfirmuar, si pasojë rritja e borxhit për të përfutur nga zbritjet më të mëdha tatimore mund të mos jetë e dobishme për firmat fitimprurëse, sipas kërkimeve të ndryshme empirike De Jong (1999, p. 70). Lidhja negative midis performancës dhe niveleve të borxhit vë në pikëpyetje vlefshmërinë e teorisë së kompensimit. Myers dhe Majluf (1984) propozonin se performanca shpjegon borxhin, pasi hipoteza e rendit të zgjedhjes parashikon se fitimet e mbajtura janë më të lira se borxhi dhe aq më tepër aksionet e reja të kapitalit. Argumentet e asimetrisë së informacionit nxisin këtë variabël, pasi fitimet e mëdha zvogëlojnë nevojën për të lëshuar hua ose aksione të reja me kosto të ulët. Variabli i kthimit pritet të ketë një koeficient negativ për shkak të kostos më të ulët të financimit përmes fitimeve të mbajtura krahasuar me borxhin ose aksionet e reja. Dëshmitë empirike mbështesin teorinë (POT) (Antoniou et al., 2008; Baskin, 1989; Fama & French, 2002; Hall et al., 2004; Sogorb-Mira, 2005). Hulumtimet sugjerojnë një lidhje negative midis performancës dhe borxhit, si afatgjatë ashtu edhe afatshkurtër (D'amato, 2019; Hall et al., 2004; Palacín-Sánchez et al., 2013).

Kthimi në aktive (ROA), kthimi në kapital (ROE) dhe marzhi bruto (MB) janë matësit e performancës që përdoren zakonisht në literaturë. Marzhi bruto përcaktohet si raporti i të ardhurave operacionale ndaj shitjeve, ndërsa kthimi në aktive dhe kapital, llogaritet si raporti i (EBIT) ndaj totalit të aktive dhe totalit të kapitalit respektivisht.

3.2.5 Rreziku i biznesit

Firmat të cilat kanë flukse të parave të gatshme (mjeteve monetare) të paqëndrueshme hasin në shpenzime të mëdha të parashikuara të pasigurisë financiare. Për më tepër, kostot e agjencisë të lidhura me borxhin rriten me rritjen e paqëndrueshmërisë së të ardhurave (Baker & Martin, 2001, p. 26). Luhatja e parave të gatshme e bën më të vështirë shfrytëzimin e plotë të përfitimeve tatimore. Sipas parimit të (TOT), ka një marrëdhënie negative midis levës dhe paqëndrueshmërisë e flukseve të parave të gatshme. Gjithashtu teoria (POT) mbështet të njëjtin parashikim. De Angelo dhe Masulis (1980) zbuluan se informacioni publik është i pamjaftueshëm për të parashikuar në mënyrë efektive fitimet e ardhshme të firmave me paqëndrueshmëri të konsiderueshme. Tregu do t'i trajtojë këto firma si "tepër riskioze" dhe do të ngarkojë një premium për ofrimin e financimit. Firmat me flukse të parave të gatshme të paqëndrueshme mbajnë borxh minimal për të shmangur nevojën për të lëshuar aksione të reja ose për të bërë investime të frytshme gjatë flukseve të ulëta të parave (Baker & Martin, 2001, p. 137). Teoria e rendit të preferuar të zgjedhjes parashikon një lidhje negative midis borxhit dhe paqëndrueshmërisë të flukseve të parave të gatshme. Ndërsa sipas teorisë së kompensimit, firmat me paqëndrueshmëri të lartë të fitimeve kanë më shumë gjasa të dështojnë (Fama & French, 2002; Frank & Goyal, 2009; Harris & Raviv, 1991), duke sugjeruar një lidhje negative midis rrezikut dhe levës financiare. Sipas teorisë POT, firmat me nivel të lartë rreziku mund të reduktojnë levën për të shmangur emetimin e titujve të rrezikshëm ose për të mos humbur mundësi investimi me vlerë aktuale neto pozitive. Sipas D'Amato (2019), këto parashikime janë të aplikueshme edhe për SME-të. Ky këndvështrim supozon se firmat kanë qasje të ndryshme në tregun publik të borxhit. Megjithatë, SME-të përballen me vështirësi në hyrjen në këtë treg për shkak të flukseve të paqëndrueshme të parasë, mungesës së aktiveve të trupëzuara dhe transparencës informative. Lemmon dhe Zender (2010) si dhe Myers (1984) zbuluan se rritja e rrezikut të korporatës çon në ulje të levës financiare. Literatura empirike mbështet këto konsiderata teorike (D'Amato, 2019; Bancel & Mittoo, 2004; Frank & Goyal, 2009; Harris & Raviv, 1991; Zeitun et al., 2017).

3.2.6 Fleksibiliteti financiar

Fleksibiliteti financiar është shndërruar në një koncept kyç në financat e firmave, veçanërisht në vendimmarrjet që lidhen me strukturën e kapitalit. Teoritë tradicionale, si modeli i rendit të zgjedhjes dhe teoria e kompensimit, kanë ofruar shpjegime të vlefshme për praktikatat financiare të korporatave. Megjithatë, këto modele shpesh anashkalojnë vlerën strategjike të ruajtjes së fleksibilitetit financiar, që nënkupton aftësinë për të hyrë në tregjet e kapitalit dhe për të përshtatur politikatat financiare përballë mundësive apo sfidave të papritura (Baker & Martin, 2001, p. 138).

Hulumtimet empirike theksojnë rëndësinë e fleksibilitetit financiar, në të cilën autorët Campello (2003), Graham dhe Harvey (2010) anketuan mbi 1,000 drejtues financiarë në SHBA, Evropë dhe Azi. Rezultatet treguan se firmat me fleksibilitet të kufizuar financiar kishin më shumë gjasa të reduktonin investimet, kërkimin dhe zhvillimin,

marketingun dhe punësimin, krahasuar me ato më fleksibël. Kjo nxjerr në pah rëndësinë e fleksibilitetit financiar në përballimin efektiv të krizave ekonomike si ajo e vitit 2008. Në mënyrë të ngjashme, Bancel dhe Mittoo (2009) realizuan një anketë me firma franceze në qershor të vitit 2009 për të vlerësuar ndikimin e krizës financiare globale. Ata zbuluan një lidhje të fortë negative midis ashpërsisë së krizës dhe shkallës së fleksibilitetit financiar të firmave. Firmat me kapacitete të forta të financimit të brendshëm, të karakterizuara nga nivele të ulëta të borxhit, kredi tregtare të kufizuara dhe rezerva të mëdha të parasë, ishin më të afta për të përballuar krizën, si pasojë me fleksibilitet financiar më të lartë. Zhvillimet teorike gjithashtu kanë përfshirë fleksibilitetin financiar në modelet e strukturës së kapitalit. De Angelo dhe De Angelo (2007) propozuan një model ndër kohor të strukturës së kapitalit që kombinon elemente nga të dyja teoritë ekzistuese, duke theksuar rëndësinë e fleksibilitetit financiar në vendimmarrjet financiare të firmave. Po ashtu, Gamba dhe Triantis (2008) zhvilluan një model dinamik që fokusohet në menaxhimin strategjik të likuiditetit, duke treguar lidhjen midis fleksibilitetit financiar dhe politikave të financimit dhe investimeve të firmës (Baker & Martin, 2001, p. 35). Kështu mund të themi se menaxherët i japin prioritet fleksibilitetit financiar në zgjedhjet e tyre të financimit. Këto gjetje janë të qëndrueshme ndërmjet shteteve, sistemeve ligjore dhe pyetësorëve, përfshirë ato të Pinegar dhe Wilbricht (1989), Graham dhe Harvey (2001). Sipas Bancel dhe Mittoo (2009), menaxherët evropianë i japin prioritet fleksibilitetit financiar gjatë marrjes së vendimeve për strukturën e kapitalit. Megjithë rëndësinë e tij të pranuar gjerësisht, fleksibiliteti financiar ka marrë pak vëmendje në teoritë klasike të strukturës së kapitalit. Kjo mospërputhje mund t'i atribuohet vështirësisë për ta matur fleksibilitetin financiar, i cili përfshin elementë si qasja në tregjet e kapitalit, menaxhimi i likuiditetit dhe aftësia për të përshtatur politikat financiare ndaj kushteve të ndryshueshme. Megjithatë, të dhënat empirike në rritje tregojnë se fleksibiliteti financiar është një komponent i rëndësishëm i strategjive të strukturës së kapitalit të firmave, duke ndikuar në aftësinë e tyre për të përfituar nga mundësitë e investimit dhe për të menaxhuar vështirësitë financiare (Baker & Martin, 2001, p. 243).

Së fundi, përfshirja e fleksibilitetit financiar në teoritë e strukturës së kapitalit ofron një kuadër më të plotë për të kuptuar sjelljen financiare të firmave. Ajo nënvizon nevojën për të ruajtur aftësinë për t'iu përgjigjur sfidave dhe mundësive të papritura, çka përmirëson qëndrueshmërinë dhe krijimin e vlerës afatgjatë për firmën.

3.2.7 Likuiditeti firmës

Likuiditeti përfaqëson kapacitetin e një firme për të kthyer në mënyrë efikase sa më shpejt aktivet në para të gatshme pa ndikuar në vlerën e tyre të tregut. Ky tregues reflekton aftësinë e firmës për të përmbushur detyrimet afatshkurtra, edhe në kushte vështirësish financiare apo fitimesh të ulëta. Sipas teorisë POT, likuiditeti ndikon negativisht në nivelin e borxhit. Firmat që zotërojnë aktive të lehta për t'u konvertuar në para mund të përdorin likuidimin e tyre për të financuar investime të reja në raste kur fitimet e mbajtura janë të kufizuara, duke preferuar financimin e brendshëm përpara huamarrjes së jashtme (Morellec, 2001). Nga ana tjetër, argumenti i teorisë statike të kompensimit sugjeron se ulja e likuiditetit rrit rrezikun që firmat të mos arrijnë të përmbushin detyrimet afatshkurtra, duke rezultuar në një lidhje pozitive midis likuiditetit dhe levës financiare. Me fjalë të tjera, përmirësimi i likuiditetit ul rrezikun e mospagimit, duke e bërë më të lehtë aksesin në borxh. Dëshmitë empirike mbështesin teorinë e POT, duke treguar një lidhje negative midis likuiditetit dhe levës (Ozkan, 2001; Antoniou et al., 2002; de Jong et al., 2008). Firmat që zotërojnë më shumë aktive

likuide kanë më pak gjasa të dështojnë në afat të shkurtër, gjë që u mundëson një nivel më të lartë të levës financiare (de Jong et al., 2008). Sipas qasjes së teorisë POT, firmat me më shumë aktive likuide priren të kenë më pak borxh, pasi janë në gjendje të financojnë mundësitë e reja me burime të brendshme. Dëshmitë empirike lidhur me këtë marrëdhënie janë të paqarta dhe ofrojnë rezultate të përziera (Fan et al., 2012; Ozkan, 2001; Öztekin, 2015). Likuiditeti mund të ndikojë ndryshe në varësi të afatit të maturimit të borxhit. Sipas literaturës, huadhënësit afatgjatë përballen me rrezikun që gjendja financiare e huamarrësve të përkeqësohet me kalimin e kohës Baker dhe Martin (2011, p. 27). Huamarrësit gjithashtu mund të përdorin kreditë për të financuar firma me rrezik të lartë D'amato (2019). Në këtë kontekst, likuiditeti mund të shërbejë si një mjet kontrolli i rrezikut për huadhënësit afatgjatë. Firmat mund të zgjedhin të ruajnë një nivel të lartë likuiditeti për të rritur kapacitetin e tyre për kredi afatgjata (Antonioni et al., 2003; Schiantarelli & Srivastava, 1997). Nivelet e larta të aktiveve likuide lidhen në mënyrë pozitive me borxhin afatgjatë. Studimet e mëparshme kanë arritur në përfundime të ndryshme lidhur me marrëdhënien midis likuiditetit dhe performancës. Goddard et al. (2005, p. 1280) zbuluan një lidhje pozitive midis likuiditetit dhe performancës, ndërsa gjetjet e Bagchi-t sugjerojnë të kundërtën. Sipas Bagchi (2013, p. 365), lidhja midis likuiditetit dhe performancës është e moderuar, por negative. Sipas Ozkan (2001), Antonioni et al., (2002) dhe de Jong et al., (2008), raporti ndërmjet vlerës kontabël të aktiveve qarkulluese dhe detyrimeve afatshkurtra shërben si një tregues zëvendësues i likuiditetit të firmës. Ky studim do të vlerësojë likuiditetin sipas qasjes së përdorur nga Goddard et al., (2005, p. 1273), me qëllim përcaktimin e marrëdhënies së tij me levën financiare. Likuiditeti përlogaritet si raporti ndërmjet aktiveve qarkulluese dhe detyrimeve afatshkurtra.

3.2.8 Mosha e firmës

Argumenti i teorisë së kompensimit sugjeron se firmat më të vjetra gëzojnë më shumë qasje në treg, një pozicion konkurrues më të qëndrueshëm dhe krijojnë më pak pasiguri informative. Investitorët e jashtëm përballen me sfida asimetrike në marrjen e këtij informacioni. Firmat më të vjetra kanë më pak gjasa të falimentojnë krahasuar me ato më të reja. Prandaj, pritet një lidhje pozitive midis moshës së firmës dhe nivelit të levës financiare. Nga ana tjetër, sipas përkrahësve të teorisë (POT), ekziston një marrëdhënie inverse midis moshës së biznesit dhe levës. Kjo për arsye se firmat më të vjetra kanë grumbulluar fonde dhe mund të kenë më pak nevojë për burime të jashtme. Hulumtimet mbështesin teorinë e rendit të zgjedhjes (Helwege & Liang, 1996; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Mac an Bhaird & Lucey, 2010; Michaelas et al., 1999). Pritet një lidhje negative midis moshës dhe borxhit, si afatgjatë ashtu edhe afatshkurtër. Për të vlerësuar nëse mosha e firmës ka një lidhje me levën financiare, është e nevojshme që ajo të përfshihet si një variabël kontrollues. Sipas Yazdanfar dhe Öhman (2015, p. 113), mosha ka një ndikim negativ në levën dhe performancën e biznesit. Megjithatë, Chadha dhe Sharma (2015, p. 300) dhe Nunes et al., (2009, p. 703) treguan një lidhje pozitive midis moshës, levës dhe performances. Ky studim, ashtu si Yazdanfar dhe Öhman (2015, p. 107), do të përdorë moshën si një masë të viteve të firmës dhe mosha përlogaritet si logaritmi natyror i numrit të viteve që nga themelimi i firmës.

3.2.9 Përfitimi tatimor jo borxh

Përfitimi tatimor pa borxh pritet të ndikojnë negativisht në nivelin e levës financiare të firmave. Firmat përdorin borxhin për të ulur bazën tatimore të tyre. De Angelo dhe

Masulis (1980) tregojnë se firmat mund të përdorin shpenzimet e amortizimit dhe zhvlerësimit në vend të shpenzimeve të interesit të borxhit për të ulur tatimet e korporatave. Përfitimet nga tatimet pa borxh dobësojnë tërheqjen nga përdorimi i borxhit si një mjet për uljen e taksave, duke pasur kështu ndikim negativ në nivelin e levës financiare të firmës. Kështu që, SME-të mund të mos e përdorin borxhin si një mjet për uljen e tatimeve, duke mos e bërë këtë variabël një mundësi kyçe për zvogëlimin e detyrimeve fiskale. Firmat përdorin përfitime tatimore për të kërkuar ulje tatimesh mbi të ardhurat e tatueshme. Teoria e kompensimit sugjeron se firmat mund të rrisin borxhin për të ulur pagesat e taksave dhe për të maksimizuar përfitimet tatimore nga ky veprim. Megjithatë, për shkak të vështirësisë në matjen e përfitimeve tatimore nga shpenzimet për interesat dhe në mungesë të informacionit të saktë mbi kostot e borxhit të firmave, në këtë studim do të përdoret përfitimet tatimore jo borxh për të shqyrtuar ndikimin e përfitimeve tatimore në strukturën e borxhit. Firmat mund të përdorin shpenzimet për amortizimin dhe zhvlerësim, dhuratat për bamirësi, dhe humbjet neto operationale të mbartura për të gjeneruar përfitime tatimore, dhe jo vetëm zbritjet nga borxhi. Sipas De Angelo dhe Masulis (1980), përfitimet tatimore jo borxh mund të zëvendësojnë përfitimet tatimore të lidhura me borxhin.

Teoria e kompensimit parashikon një lidhje negative midis levës dhe përfitimeve tatimore jo borxh. Firmat që kanë më shumë përfitime tatimore pa borxh mund të përdorin më pak borxh për të përfutur plotësisht prej tyre. Përkundrazi, literatura sugjeron një lidhje pozitive sipas autoreve (Bradley et al., 1984; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2009). Kjo mund të jetë për shkak se përfitimet tatimore jo borxh mund të shërbejnë si një tregues i trupëzimit të aktiveve dhe si pasojë mund të perdoren si kolateral për siguruar me shume borxh. Frank dhe Goyal (2003) gjetën një lidhje negative, që është në përputhje me De Angelo dhe Masulis (1980) dhe teorinë e kompensimit. Pagesat e interesit mbi borxhin nuk janë strategjia e vetme për të ulur tatimin mbi fitimin. De Angelo dhe Masulis (1980) supozojnë se struktura e taksave të biznesit si përfitimet tatimore pa borxh, ose teprica kreditore tatimore për investime, mund të ndikojnë në vendimet për strukturën optimale të kapitalit. Firmat që kanë përfitime tatimore pa borxh më të larta tregojnë më pak interes për borxhin, një fenomen i njohur si efekti i zëvendësimit të përfitimeve tatimore mbi të ardhurat. Sipas Dammon dhe Senbet (1988) firmat përdorin përfitimet tatimore pa borxh në vend të borxhit për të ulur ngarkesën tatimore dhe për të shmangur vështirësitë dhe kostot e rregullimit. SME-të përfitojnë nga lehtësirat tatimore preferenciale, duke e bërë ndikimin e përfitimeve tatimore pa borxh më të rëndësishëm.

DeAngelo dhe Masulis (1980) në studimin e tyre ofruan hipotezën e mëposhtme: "Përfitimet e tatimore pa borxh duhet të jenë negativisht të lidhura me borxhin e firmës." Sipas Antoniou et al., (2002, 2008); Frank dhe Goyal (2009), përfitimet tatimore pa borxh maten përmes raportit të amortizimit dhe zhvlerësimit ndaj vlerës kontabël të aktiveve totale.

3.2.10 Raporti i vonuar i borxhit

Raporti i borxhit me një periudhë të vonuar është një indikator i rëndësishëm në analizën e strukturës së kapitalit, pasi ndihmon në përcaktimin e mënyrës se si firmat përshtaten me nivelet optimale të borxhit gjatë periudhave të ndryshimeve ekonomike. Sipas teorisë (TOT), ky raport është i lidhur pozitivisht me borxhin, pasi firmat mund të përdorin periudhën e vonuar të tij për të rregulluar nivelet e borxhit, për të zvogëluar rreziqet e falimentimit dhe për të maksimizuar përfitimet tatimore (Antoniou et al., 2002; Frank & Goyal, 2003). Përdorimi i variablave të tillë me një periudhë të vonuar

ndihmon në kapjen e efekteve të pa vëzhguara, duke mundësuar një analizë më të saktë të menaxhimit të borxhit dhe ritmit të përshtatjes së kapitalit brenda firmave (Frank & Goyal, 2003). Raportet e borxhit të periudhës së kaluar përdoren shpesh së fundmi në literaturën e strukturës së kapitalit (Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2003) për të analizuar nëse firmat kanë nivele të synuara të borxhit, nëse ato devijojnë nga raportet optimale të borxhit dhe për të përcaktuar shpejtësinë e rregullimit të firmave drejt atij të synuar. Teoria e kompensimit sugjeron një lidhje pozitive mes niveleve optimale dhe atyre të synuara të borxhit. Për më tepër, duke vendosur një variabël të varur të vonuar me një periudhë, mund të rregullohet për efekte të tjera të pa vëzhguara dhe të vështira për t'u marrë në konsideratë (Frank & Goyal, 2003).

Kështu që, pritet që raporti i borxhit të vonuar të ketë një lidhje pozitive me borxhin e firmës, si pasojë dhe me levën financiare. Sipas Frank dhe Goyal (2003) dhe Antoniou et al., (2002, 2008), raporti i borxhit të vonuar llogaritet si borxhi total ndaj aktiveve totale të vonuar me një periudhë.

3.3 Faktorët makroekonomikë të strukturës së kapitalit

Ndërsa teoritë tradicionale janë përqëndruar kryesisht në karakteristikat e brendshme të firmës, studimet e fundit theksojnë rëndësinë e kushteve të përgjithshme ekonomike në përcaktimin e vendimeve për financim. Recesionet, ekspansionet, nivelet e normave të interesit dhe ndryshimet në klimën monetare dhe fiskale ndikojnë ndjeshëm jo vetëm mbi kostot dhe aksesin ndaj kapitalit, por edhe mbi sjelljen strategjike të firmave në lidhje me borxhin. Ky seksion synon të shqyrtojë në mënyrë kritike kontributet teorike dhe empirike që lidhen me ndikimin e faktorëve makroekonomikë në vendimmarrjen për strukturën e kapitalit, Pavarësisht rëndësisë kushtuar nga studiues, evidencat empirike kanë treguar rëndësi të dobët statistikore për sa i përket ndikimit të tij në levën financiare.

3.3.1 Norma tatimore

Pagesat e interesit të borxhit janë të zbritshëm nga të ardhurat korporatave për efekt të tatim fitimit, duke i bërë ato një faktor të rëndësishëm në vlerësimin e ngarkesës tatimore. Firmat që kanë fitime më të larta dhe më pak luhatje të ardhurave kanë më shumë mundësi të përfitojnë nga zbritjet më të larta të tatimeve përmes pagesave të interesit. Përdorimi i borxhit për financim ka avantazhin e qartë të minimizimit të tatimeve mbi të ardhurat. Firmat mund të zgjedhin të rrisin raportin e levës financiare, pavarësisht mungesës së kostove të rëndësishme të vështirësive financiare që lidhen me borxhin shtesë. Sipas DeAngelo dhe Masulis (1980), Haugen dhe Senbet (1986), Fama dhe French (2002) argumentojnë se norma efektive tatimore është pozitivisht e lidhur me nivelet e borxhit. Kjo ide mbështetet nga variabli i shkallës efektive të tatimeve (ETR), i cili përcaktohet si raporti i tatimeve të paguara ndaj fitimeve përpara tatimeve (EBT). Për të përfituar plotësisht nga përfitimet tatimore përmes interesit, firmat inkurajohen të rrisin nivelet e borxhit në përputhje me tatimin mbi të ardhurat e korporatës, pasi pagesat e interesit mbi borxhin bartës të interesit janë të zbritshëm nga baza e tatimit. Teoria e kompensimit sugjeron një lidhje pozitive midis normave të tatimit mbi të ardhurat e korporatës dhe niveleve të borxhit.

Megjithatë, studimet empirike (Fischer et al., 1989; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank dhe Goyal, 2009) tregojnë një lidhje negative, e cila bie ndesh me argumentin e kompensimit. Sipas Hennessy dhe Whited (2005), kostot shtese të transaksioneve që

janë të lidhura me emetimin e borxhit e bëjnë të vështirë identifikimin e ndikimit të normave të tatimit të korporatave mbi politikën e borxhit. Kjo mund të shpjegojë gjithashtu pse ndikimi i tatimit mbi të ardhurat e korporatës në politikën e borxhit ndryshon nga një vend në tjetrin. Si pasojë, firmat në vende me kosto relative të ulëta transaksioni mund të përjetojnë luhatje në nivelet e borxhit, duke mbështetur kështu argumentin e teorisë së kompensimit. Duke ndjekur metodologjinë e Frank dhe Goyal (2009) si dhe Antoniou et al., (2002, 2008), norma tatimore në këtë rast matet si norma e shkallës efektive të tatimeve (ETR).

3.3.2 Norma e rritjes ekonomike

Gjatë periudhave të rritjes së aktivitetit ekonomik, pritet shpesh që performanca e firmave të rritet. Rritja e performancës mund të rrisë rrjedhën e lirë të parasë dhe të ulë kostot e vështirësive financiare, duke e bërë përfitimin nga zbritjet tatimore mbi interesin më të favorshëm. Rritja ekonomike nxit përdorimin e borxhit për rrjedhojë, teoria e kompensimit parashikon një lidhje pozitive midis nivelit të borxhit dhe rritjes ekonomike.

Në të kundërt, teoria e kohës të tregut dhe e rendit të preferuar të zgjedhjes parashikojnë lidhje negative. Sipas teorisë së kohës së tregut, firmat kanë tendencën të preferojnë emetimin e kapitalit ndaj borxhit gjatë ekspansioneve ekonomike, për shkak të stimujve të menaxhimit për të rritur kapitalin dhe për të ulur nivelet e borxhit. Sipas teorisë POT, firmat do të përdorin fitimet e mbajtura të gjeneruara nga rritja ekonomike për të financuar investimet, në vend që të mbështeten në borxh. Vlen për tu përmendur fakti se studimet empirike të (De Jong et al., 2008; Frank & Goyal, 2009) kanë gjetur një lidhje pozitive midis rritjes ekonomike dhe përdorimit të borxhit, duke mbështetur parashikimet e teorisë së kompensimit. Duke ndjekur metodën e matjes së përdorur nga De Jong et al., (2008) dhe Frank & Goyal (2009), rritja reale vjetore e GDP-së përdoret si një zëvendësues për normën e rritjes ekonomike.

3.3.3 Norma inflacionit

Në përgjithësi, inflacioni shërben si një sinjal për ndryshimet në kushtet makroekonomike, veçanërisht kur merren parasysh kushtet në tregjet e borxhit. Firmat mund të përfitojnë nga rritjet e ndjeshme të inflacionit duke emetuar borxhe me norma interesi të ulëta në krahasim me inflacionin, e cila rezulton në financim me të lirë përmes borxhit. Për më tepër, periudhat me norma të larta inflacioni nuk konsiderohen kushte të favorshme në tregjet e aksioneve, ndaj firmat hezitojnë të financojnë investimet përmes emetimit të aksioneve të kapitalit. Bazuar në këtë premisë, teoria e kohës së duhur të tregut parashikon një lidhje pozitive midis levës financiare dhe inflacionit De Jong (2008), Fama dhe French (2002). Në anën tjetër, teoria e kompensimit parashikon një rezultat të përzier. Nga njëra anë, Taggart (1985) zbuloi se vlera e përfitimeve tatimore përmes shpenzimeve të interesit rritej gjatë periudhave me inflacion të lartë. Nga ana tjetër, inflacioni mund të çojë në rritje të kostove të vështirësive financiare për shkak të performancës më të dobët financiare dhe përfitueshmërisë më të ulët, si dhe një rreziku më të lartë të mospagimit të borxhit ekzistues, duke rritur kështu koston e borxhit. Megjithatë, në përputhje me teorinë e kohës të tregut dhe gjetjet e Taggart (1985), Frank dhe Goyal (2009) konstatuan se inflacioni i parashikuar kishte një lidhje pozitive me levën financiare. Sipas Frank dhe Goyal (2009, p. 33), inflacioni përcaktohet si "ndryshimi i pritshëm në indeksin e çmimeve të konsumit gjatë vitit të ardhshëm".

3.3.4 Shpërndarja e normave të interesit sipas afatit

Termi "Spread" shpesh i referohet diferencës midis normave të interesit afatgjatë dhe atij afatshkurtër e përdorur ndryshe si "shpërndarja e normave të interesit sipas afatit". Shpërndarja e normave të interesit sipas afatit, e përshkruar si diferenca ndërmjet titujve të qeverisë afatgjatë dhe afatshkurtër, përdoret shpesh për të parashikuar performancën ekonomike dhe kushtet e tregut të borxhit. Një shpërndarje negative e afatit mund të tregojë prodhim të ulët ekonomik dhe probleme financiare të mundshme në të ardhmen, ndërsa një shpërndarje pozitive tregon performancë të fortë ekonomike (Parker & Schularick, 2021). Sipas teorisë së kohës së duhur së tregut, shpërndarjet afatgjata janë negativisht të lidhura me përdorimin e borxhit. Kjo ndodh sepse menaxhimi është më i motivuar të kryejë emetimin e aksioneve për të pasur më shumë kapital dhe më pak borxh, përkatësisht. Në kontrast, teoria e kompensimeve parashikon një përzierje rezultatesh empirike. Kjo teori sugjeron se gjatë periudhave të rënies ekonomike (recesion), firmat mund të përballen me kosto më të larta të shqetësimeve financiare për shkak të rritjes së rrezikut të falimentimit, që çon në rritjen e kostove të huasë dhe në nivele më të ulëta të borxhit. Megjithatë, gjatë periudhave të rritjes ekonomike të fortë (ekspansion), siç tregohet nga një shpërndarje e lartë e afatit, firmat do të përfitojnë nga rritja e përfitimeve të tatimeve për shpenzimet e interesit, duke rezultuar në nivele më të larta të borxhit. Në fund, të dhënat empirike (Antoniou et al., 2002; Frank & Goyal, 2003, 2009; Antoniou et al., 2008) mbështesin plotësisht dhe pjesërisht teoritë e kohës së duhur të tregut dhe kompensimeve, përkatësisht, duke demonstruar se shpërndarja e normave të interesit sipas afatit është negativisht e lidhur me borxhin. Antoniou et al., (2002, 2008), Frank & Goyal (2003, 2009) e përkufizojnë atë si diferencën midis obligacioneve 10-vjeçare dhe 3-mujore të qeverisë. Kështu që, diferenca midis normës së interesit të obligacioneve qeveritare afatgjata (10-vjeçare) dhe afatshkurtra (3-mujore), është një tregues i zakonshëm për të vlerësuar pritshmërinë për aktivitetin ekonomik dhe normat e interesit në të ardhmen.

3.3.5 Klasifikimi industrisë

Efektet e industrisë luajnë një rol të rëndësishëm në vendimet për strukturën e kapitalit. Menaxherët mund të përdorin mesataren e levës financiare të industrisë si një pikë reference për levën e firmës së tyre. Sipas Harris dhe Raviv (1991, p. 333), klasifikimi industrial i një firme është një faktor kyç në përcaktimin e levës së saj. Ata raportojnë se industria e ilaçeve, instrumenteve, elektronikës dhe ushqimit ka levë gjithmonë të ulët, ndërsa industria e letrës, produkteve të tekstit, çelikut, aviacionit, çimentos dhe ndërtimit ka leve gjithmonë të lartë. Rregullimi ose listimi në bursë ndikon në vendimet për strukturën e kapitalit, me firmat e rregulluara ose të listuara që kanë flukse të qëndrueshme parash dhe shpenzime më të ulëta për shqetësimet financiare. Megjithatë hipoteza e kompensimit mbështet një levë më të lartë për firmat në industri të rregulluara, parashikimet e saj mbeten të pasigurta. Në fakt, menaxherët kanë më pak liri veprimi në firma të rregulluara, e cila ul problemet e kostos së agjencisë dhe nevojën për borxh si një masë disiplinimi për menaxherët. Sipas Frank dhe Goyal (2009), në një mjedis të rendit të preferuar të zgjedhjes, klasifikimi i industrisë duhet të ndikojë në vendimet për strukturën e kapitalit vetëm nëse vepron si një zëvendësues për deficitin e financimit të një firme. Prandaj, nuk mund të bëhen parashikime të përgjithshme për të gjitha industritë. Institucionet financiare, firmat e sigurimeve dhe shërbimet publike

zakonisht përjashtohen nga kërkimet empirike për shkak të kufizimeve që ato paraqesin, formateve të ndryshme të raportimit financiar dhe faktorëve ekzogjenë që ndikojnë në mënyrë të konsiderueshme në levën e tyre.

3.4 Struktura e kapitalit dhe evidencat empirike

Ky seksion synon të ofrojë një pasqyrë të kërkimeve empirike më të fundit mbi faktorët e strukturës së kapitalit, duke përfshirë analiza ndërkombëtare, analiza të përqëndruara në vende të veçanta dhe analiza në vendet e rajonit. Studimet e cituara japin kontribute të rëndësishme në teorinë mbi strukturën e kapitalit dhe evidentojnë në çfarë mase këto teori shpjegojnë raportet e levës financiare në një kontekst ndërkombëtar, të përqëndruara në vende të veçanta dhe në vendet e rajonit të Ballkanit Perëndimor.

Së bashku me kornizat teorike të njohura për strukturën e kapitalit, është zhvilluar një sasi e konsiderueshme kërkimesh empirike që debatojnë mbi vlefshmërinë dhe saktësinë e këtyre teorive. Megjithatë studimet dallohen për nga objektivat dhe përfundimet e tyre, ato ndajnë një pikëpamje të përbashkët, e cila është *“asnjë teori e vetme nuk mund të shpjegojë plotësisht praktikën e strukturës së kapitalit të firmave”* (Myers, 2001. p. 81).

Në Tabelën 3.3 tek shtojca A, paraqiten disa nga studimet më të fundit të evidencave empirike mbi faktorët e strukturës së kapitalit. Ndërkohë që pjesa më e madhe e kërkimeve empirike për strukturën e kapitalit janë kryer në kontekstin e vendeve të zhvilluara ose e një shteti të vetëm, shpesh në SHBA, kërkimet më të fundit janë fokusuar në evidentimin e dallimeve ndërmjet vendeve me sisteme ligjore, institucionale dhe financiare të ndryshme. Studimet nga La Porta et al., (2000), Demirgüç Kunt dhe Maksimovic (1999), Claessens dhe Klapper (2005), Alves dhe Ferreira (2007), kanë identifikuar dallime të konsiderueshme në strukturën e kapitalit midis vendeve. Kërkimet e tyre tregojnë se sistemet ligjore dhe zhvillimi i tregjeve financiare kanë një ndikim të rëndësishëm në mënyrën se si firmat sigurojnë financimin dhe ndërtojnë strukturën e borxhit. Vendet me të drejta më të dobëta për kreditorët dhe aksionerët, të njohura si vende me sistem juridik të së drejtës civile, kanë tregje financiare më pak të zhvilluara. Si rrjedhojë, firmat në këto vende përdorin më rrallë tregjet e aksioneve për të mbledhur kapital Baker dhe Martin (2011, p. 111). Sipas Rajan dhe Zingales (1995), zhvillimi i tregjeve financiare është thelbësor për të përmbushur nevojat e jashtme të financimit të firmave. Demirgüç-Kunt dhe Maksimovic shqyrtojnë lidhjen ndërmjet vendimeve të financimit të firmave dhe zhvillimit të tregjeve financiare. Studimi i tyre tregon një lidhje negative ndërmjet zhvillimit të tregjeve të aksioneve dhe raportit të levës financiare, si për afatshkurtër ashtu edhe për afatgjatë. Literatura e gjerë sugjeron gjithashtu se ekziston një lidhje e drejtpërdrejtë ndërmjet sistemit ligjor dhe zhvillimit të tregjeve financiare. Sipas Baker dhe Martin, (2011, p. 112), vendet me një histori të së drejtës civile priren të kenë tregje financiare më pak të zhvilluara dhe një sistem financiar të bazuar në sistemin bankar, ndërkohë që vendet me një histori të së drejtës gjyqësore e bazuar në precedentë ose e njohur ndryshe si “Common law” kanë një orientim më të theksuar drejt tregjeve dhe një zhvillim më të avancuar të sistemit financiar (Demirgüç-Kunt & Levine, 1999).

3.4.1. Struktura e kapitalit dhe evidenca empirike në studime krahasuese ndër-vendore

Studimet ndërkombëtare tregojnë se vendimet për strukturën e kapitalit ndikohen jo vetëm nga faktorët specifikë të firmës, por edhe nga karakteristikat institucionale dhe ekonomike të vendeve ku ato operojnë. Në vazhdimësi në këtë nën seksion do të trajtojmë se si kërkimet krahasuese në vende të ndryshme zbulojnë se lidhjet ndërmjet variablave tradicionale dhe levës financiare ndryshojnë ndjeshëm në varësi të kontekstit kombëtar të studimit.

Përveç një sërë studimesh të përqendruara në vende të veçanta, janë realizuar edhe kërkime që synojnë të shqyrtojnë mënyrën se si faktorët përcaktues të strukturës së kapitalit ndryshojnë nga një vend në tjetrin. Studimi i Rajan dhe Zingales (1995) mbi faktorët e strukturës së kapitalit në vendet e G7 për periudhën 1987–1990, shërben si bazë e mire për këtë tezë. Autorët e kufizuan analizën e tyre në “ekonomitë më të mëdha, ku përfaqësimi i firmave ishte mëse i mjaftueshëm për ta bërë krahasimin ndër-vendor kuptimplotë” (Rajan & Zingales, 1995, p. 1423). Me interes të veçantë është zbulimi i tyre se trupëzimi i aktiveve dhe madhësia e firmës ishin në lidhje pozitive me nivelin e levës financiare, sipas vlerës kontabël ashtu edhe sipas vlerës së tregut, në të gjitha vendet përveç Gjermanisë. Gjithashtu, ata identifikuan një lidhje negative ndërmjet raportit vlerë tregu/vlerë kontabël dhe levës së firmës, duke sugjeruar se rritja e këtij raporti nënkupton kosto më të larta të vështirësive financiare. Për më tepër, performanca e firmës rezultoi të jetë në lidhje negative me levën financiare. Në Japoni, Kanada dhe Itali, firmat e mëdha performuan më mirë sesa ato të vogla, ndërsa në Mbretërinë e Bashkuar u gjet një lidhje pozitive mes madhësisë dhe levës, ndërsa Franca dhe Gjermania nuk treguan ndonjë lidhje domethënëse në këtë drejtim (Martin Berge, 2023, p. 16).

Këto studime analizojnë marrëdhënien midis karakteristikave të bizneseve dhe strukturës së kapitalit në disa shtete, me qëllim identifikimin e forcave ekonomike që ndikojnë në ndryshueshmërinë e levës financiare si dhe për të vlerësuar pikat e forta dhe të dobëta të një teorie të caktuar. Rajan dhe Zingales (1995) zbuluan se karakteristikat që shpjegojnë levën e firmave në Shtetet e Bashkuara janë gjithashtu të lidhura me raportet e levës edhe në ekonomitë e tjera të industrializuara të G7-ës. Si përfundim, Rajan dhe Zingales (1995) treguan se vendimet lidhur me strukturën e kapitalit janë mjaft të ngjashme midis vendeve, pavarësisht ndryshimeve në ligjet e falimentimit, sistemet tatimore dhe strukturat e sistemit ekonomik - financiar. Antoniou et al., (2002) studiuan faktorët e strukturës së kapitalit në firmat britanike, franceze dhe gjermane gjatë periudhës 1969–2000, duke u mbështetur në kërkimin e Rajan dhe Zingales (1995). Antoniou et al., (2002), sugjerojnë se përzgjedhja e vendeve të ndryshme mund të çojë në rezultate të ndryshme për sa i përket parashikimeve të strukturës së kapitalit. Autorët përdorën të njëjtat katër variabla të pavarura si Rajan dhe Zingales, duke arritur në përfundime mbështetëse për studimin e mëparshëm. Studiuesit zbuluan rezultate të ndryshme domethënëse në lidhje me rolin e paqëndrueshmërisë së të ardhurave në të gjitha vendet, duke marrë parasysh si vlerat kontabël ashtu edhe ato të tregut. Studimi identifikoi një lidhje pozitive ndërmjet levës financiare dhe normave efektive të tatimit në Mbretërinë e Bashkuar. Gjithashtu, u evidentuan lidhje negative ndërmjet levës dhe likuiditetit të firmës, strukturës afatgjatë të borxhit, si dhe performancës, ndërsa nuk u gjet ndonjë lidhje domethënëse ndërmjet primit të kapitalit dhe levës financiare (Martin Berge, 2023, p. 17).

Së fundmi, Antoniou et al., (2002) vërtetuan rëndësinë e faktorëve të rinj përtej atyre të propozuar nga Rajan dhe Zingales (1995), ndërkohë që gjetjet e tyre mbështesin gjithashtu literaturën ekzistuese. Më vonë, në studimin e tyre Antoniou et al., (2008), paraqitën një version të përmirësuar të artikullit të tyre të vitit 2002 mbi strukturën e kapitalit në Mbretërinë e Bashkuar, Francë dhe Gjermani. Antoniou et al., (2008) analizuan ndryshimet të sistemit financiar duke përfshirë firma nga Japonia dhe Shtetet e Bashkuara. Periudha e mostrës ishte e kufizuar në 1987–2000 për të gjitha vendet. Ndërkohë që mbledhën më shumë informacione për të mbështetur pretendimet e mëparshme, ata gjithashtu krijuan një grup të ri variablash të pavarura. Studimi tregoi se leva e periudhës së mëparshme luan një rol ndjeshëm pozitiv në përcaktimin e levës së tyre aktuale dhe asaj të ardhshme, por përfitimet tatimore jo borxh kanë një lidhje negative me levën financiare të firmës në të gjitha vendet, përveç Shteteve të Bashkuara. Gjithashtu, ata gjetën një lidhje negative ndërmjet levës financiare të firmës dhe primit të kapitalit. Antoniou et al., (2008) identifikuan faktorë specifikë të firmës dhe faktorë makroekonomikë që menaxherët marrin parasysh në vendimet e tyre lidhur me strukturën e kapitalit në vendet e (G5) dhe matën shpejtësinë e rregullimit të tyre drejt nivelit optimal të levës financiare. Në të dy llojet e ekonomive, raporti i levës financiare është në lidhje pozitive me trupëzimin e aktiveve dhe madhësinë e firmës, ndërsa në lidhje negative me performancën, potencialin e rritjes, normat e interesit dhe performancën. Megjithatë, në të gjitha pesë vendet e analizuar, trupëzimi i aktiveve, primi i kapitalit, performanca dhe norma efektive e tatimit paraqesin ndryshime të konsiderueshme, duke treguar edhe njëherë se ndryshimet në kontekste institucionale kanë rol të rëndësishëm në vendimmarrjen lidhur me strukturën e kapitalit (Baker & Martin, 2011, p. 112). Antoniou et al., (2008) përfunduan argumentimin e tyre duke konkluduar se parashikimi i strukturës së kapitalit të një firme është një proces sfidues dhe mjaft i vështirë për shkak të varësisë nga shumë karakteristika specifike të firmave dhe institucioneve, të cilat mund të ndryshojnë nga njëri vend në tjetrin.

Bancel dhe Mittoo në vitin 2004 realizuan një pyetësor me menaxherë dhe drejtues në 16 vende për të përcaktuar cilët faktorë sipas tyre janë të rëndësishëm lidhur me vendimet mbi strukturën e kapitalit. Sipas Bancel dhe Mittoo (2004), struktura e kapitalit ndikohen nga karakteristikat të firmës dhe institucionale në vendin e origjinës. Për më tepër, ata zbuluan se mjedisi ligjor i një vendi luan një rol të rëndësishëm në formimin e shumë karakteristikave. Në veçanti, cilësia e sistemeve ligjore të një vendi ka një ndikim të madh në politikat e borxhit të firmave, ndërsa mundësitë për zhvillim ndikojnë në politikat e aksioneve të zakonshme (Martin Berge, 2023, p. 18). Bancel dhe Mittoo (2004) gjithashtu zbuluan se menaxherët dhe drejtuesit i japin prioritet fleksibilitetit financiar dhe e fitimeve për aksion kur lëshojnë borxhe dhe kapital, përkatësisht. Sipas Bancel dhe Mittoo (2004, p. 131), gjithashtu firmat i japin prioritet faktorëve të tillë si përfitimet tatimore, kostot e falimentimit dhe qasja që kanë në financimin e jashtëm kur përcaktojnë strukturën e tyre të kapitalit. Ata gjithashtu investojnë burime të konsiderueshme për të vlerësuar se si kushtet e tregut dhe ato institucionale mund të ndikojnë në vendimet dhe strukturat e tyre të financimit.

De Jong et al., (2008), shqyrtuan rolin e një sërë faktorësh përcaktues të strukturës së kapitalit në 42 vende përgjatë periudhës 1997–2001, me qëllim ofrimin e një panorame gjithëpërfshirëse të faktorëve specifikë të firmave dhe vendeve në nivel global. De Jong et al., (2008) zbuluan se faktorët specifikë të firmës, si trupëzimi i aktiveve, madhësia, performanca dhe mundësitë e rritjes, kanë një ndikim të rëndësishëm në strukturën e kapitalit në vende të ndryshme, duke mbështetur kështu si teorinë e kompensimit (TOT) ashtu dhe teorinë e asimetrisë së informacionit (POT). Studimi tregoi gjithashtu se mbrojtja e të drejtave të kreditorëve, norma e rritjes së GDP-së dhe zhvillimi i tregut të

borxhit ndikojnë ndjeshëm në strukturën e kapitalit. Sipas De Jong et al., (2008), ky kërkim mbështet rolin e mjedisit ligjor dhe makroekonomik në vendimmarrjen lidhur me strukturën e kapitalit. Gjetjet sugjerojnë se marrja në konsideratë e faktorëve specifikë për çdo vend dhe kontekstit në të cilin operon firma, është thelbësore në analizën e faktorëve të strukturës së kapitalit.

Booth et al., (2001) zbuluan se firmat në 10 vende në zhvillim marrin vendime lidhur me strukturën e kapitalit bazuar në të njëjtat karakteristika (madhësia firmës, likuiditeti, trupëzimi aktiveve dhe performanca) si firmat në vendet e industrializuara. Megjithatë, ekzistojnë dallime sistematike në mënyrën se si karakteristikat e vendit, si norma e rritjes së GDP-së, norma e inflacionit dhe zhvillimi i tregut të kapitalit, ndikojnë në raportet e borxhit. Teoritë kryesore klasike të strukturës së kapitalit, japin qëndrime të qarta mbi mënyrën se si leva financiare lidhet me karakteristikat e dukshme të firmave (Titman & Wessels, 1988; Shyam-Sunder & Myers, 1999; Baker & Wurgler, 2002). Frank dhe Goyal (2009) zbuluan se leva në SHBA ndikohet kryesisht nga leva mesatare e industrisë, raporti vlerë tregu–vlerë kontabël i aktiveve, trupëzimi aktiveve, performanca, madhësia e firmës dhe forma ligjore e themelimit. Ndërsa Rajan dhe Zingales (1995) arritën në përfundimin se raportet e levës në vendet kryesore të industrializuara të G7 ndikohen kryesisht nga raporti vlerë tregu– vlerë kontabël i aktiveve, trupëzimi aktiveve, performanca dhe madhësia e firmës.

Një pyetje e natyrshme që ngrihet në këtë rast, është nëse këto karakteristika janë po aq të rëndësishme edhe në një kampion të gjerë vendesh me veçori të ndryshme institucionale, si dhe në situata të veçanta që rrjedhin nga ndryshimet në cilësinë e institucioneve që qeverisin këto vende, siç është dhe rasti Shqipërisë. Në këtë mënyrë në studimin e tyre Oztekin dhe Flannery (2010) zbuluan se leva mesatare e industrisë, trupëzimi i aktiveve dhe madhësia e firmës janë të vetmit faktorë që ndikojnë në mënyrë të qëndrueshme në levën financiare në 37 vende, duke përdorur si vlerën kontabël ashtu edhe atë të tregut për levën. Përveç këtyre karakteristikave, të dhënat tregojnë se leva (raportet e borxhit) e periudhës së mëparshme është faktori më i rëndësishëm në të gjitha vendet e përfshira në mostër. Sipas teorisë dinamike të kompensimit¹⁶, leva e periudhës së mëparshme shpjegon rreth 70% të variancës së levës financiare, ndërsa faktorët tradicionalë shpjegojnë vetëm 5% (Baker & Martin, 2011, p. 113). Kërkimet e autoreve (La Porta et al., 1997, 1998, 2000, 2002; Demirguc-Kunt & Maksimovic 1999; Bancel & Mittoo 2004), tregojnë se vendimet mbi strukturën e kapitalit ndikohen si nga karakteristikat specifike të firmës, ashtu edhe nga veçoritë institucionale të vendeve, përfshirë traditat juridike dhe cilësinë institucionale. Elemente të ndryshme institucionale në vende të ndryshme mund të ndikojnë në kompensimin ndërmjet kostove të falimentimit dhe përfitimeve tatimore, si edhe në kostot që rrjedhin nga asimetria e informacionit për firmat. Firmat e vlerësojnë më shumë përfitimin tatimor të borxhit në vende me institucione të dobëta dhe me kosto të larta falimentimi dhe agjencie (Oztekin & Flannery, 2010).

Në një analizë krahasuese ndërmjet SME-ve në Greqi dhe Francë, nga autorët Psillaki dhe Daskalakis (2009) zbuluan se strukturat e kapitalit ndjekin modele të ndryshme në varësi të sistemit financiar të vendit. Në Greqi, e cila ka një sistem më të orientuar drejt bankave, firmat kishin nivele më të larta të borxhit, ndërsa në Francë mbizotëronte një strukturë më e ekuilibruar midis borxhit dhe kapitalit vetjak. Jaworski dhe Czerwinka

¹⁶ Teoria dinamike Trade-Off është një zgjerim i Teorisë Trade-Off statike, që merr parasysh faktin se firmat nuk arrijnë menjëherë strukturën optimale të kapitalit, por e ndjekin atë me kalimin e kohës, duke marrë vendime të vazhdueshme financiare në një mjedis që ndryshon në mënyrë dinamike, pra firmat e rregullojnë gradualisht strukturën e kapitalit të tyre drejt një niveli optimal, duke marrë parasysh kostot e rregullimit, pasigurinë financiare, dhe asimetrinë e informacionit.

(2021) mbi SME-të e 25 vendeve të BE, në periudhën 2011-2018, zbuluan se trupëzimi aktiveve dhe madhësia e firmës kanë një ndikim pozitiv në nivelin e borxhit, ndërsa performanca, likuiditeti dhe përfitimet tatimore jo nga borxhi kanë një ndikim negativ. Gjithashtu, rezultatet mbështesin teorinë e kompensimit, duke treguar se firmat energjetike në BE ndjekin një strukturë të synuar të borxhit. Nazarova dhe Budchenko (2020), mbi firmat e mëdha në Kine, Brazil, Rusi dhe Indi në periudhën 2012-2016, treguan se prania e shtetit në strukturën e pronësisë të firmave, sidomos në sektorët e naftës, gazit dhe metalurgjisë, rezulton të jetë vendimtare për shumicën e firmave kineze. Kjo sjellje financiare pasqyron ndikimin e politikave qeveritare dhe kushteve të veçanta të tregut në vendet si Kina, ndërkohë që dallimet në strukturën e kapitalit midis firmave kineze dhe atyre të tjerave shpjegohen nga ndryshimet institucionale të mekanizmave të financimit. Rezultatet e studimit janë veçanërisht të rëndësishme në kontekstin e ekspozimit në rritje të Kinës në ekonominë globale, duke ofruar vlera të mëdha për studiuesit, politikanët dhe aktorët ekonomikë në nivel vendor dhe ndërkombëtar.

Moradi dhe Paulet (2019) mbi SME-të në Gjermani, Franca, Spanjë, Itali, Greqi dhe UK, në periudhën 1999-2015, treguan se faktorët si madhësia e firmës, performanca dhe trupëzimi i aktiveve kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit dhe raportin borxh-kapital, ndërsa rritja dhe paqëndrueshmëria e të ardhurave kanë lidhje negative. Gjithashtu, ndikimi i krizës së euros çoi në një rritje të rëndësishme të kostove të agjencisë dhe një ulje të përdorimit të borxhit për firmat në periudhën e krizës. Ndërkohë studimi i Bereznicka (2018), mbi SME-të dhe firmat e mëdha në 11 shtete të BE-së, për periudhën 2000-2014, tregoi se madhësia e firmës, performanca, trupëzimi aktiveve, dhe likuiditeti kanë ndikim të rëndësishëm në strukturën e kapitalit të firmave në BE-në, duke pasur ndryshime të dukshme midis vendeve sipas zhvillimit ekonomik. Për më tepër, rezultoi se teoria (POT) shpjegon më mirë borxhin afatgjatë, ndërsa teoria (TOT) është më e përshtatshme për borxhin afatshkurtër. Studimi Martinez et al., (2018), mbi rajone të ndryshme tregoi se për SME-te, teoria TOT dhe teoria POT janë të dyja të rëndësishme në formimin e strukturës së kapitalit, ku teoria (POT) është më e zakonshme në praktikën e financimit të SME-ve. Megjithatë, rezulton se faktorë të tillë si performanca, likuiditeti dhe mundësitë e rritjes ndikojnë në zgjedhjen midis borxhit dhe kapitalit në varësi të kontekstit ekonomik të vendit. Sahin (2018), në studimin e tij mbi SME-të në Turqi, Brazil, Afrika Jugut, India dhe Indonesia, për periudhën 2004-2013, gjetjet e tij sugjerojnë se faktorët makroekonomikë, si rritja ekonomike dhe inflacioni, kanë ndikim të ndryshëm në strukturën e kapitalit në varësi të kontekstit kombëtar dhe kohor. Ndërsa faktorët specifikë të firmës, si madhësia dhe performanca, janë të rëndësishëm për vendosjen e nivelit të borxhit. Ndërsa studimi Mc Namara et al., (2017) përgjatë periudhës 2005- 2011 në Austria, Belgjike, Finlande, France, Gjermani, Greqi, Itali, Portugali dhe UK, zbulojnë se borxhi i SME-ve është më i lartë në vendet me mjedise më efikase falimentimi për sa i përket rikuperimit të borxhit dhe në vendet me mjedise rregullatorë më pak të rrepta për shkak të kërkesave më të ulëta rregullatorë të kapitalit për bankat.

Studimi Bas et. al., (2010)¹⁷ në periudhën 1997-2006, gjetjet e tyre treguan se trupëzimi aktiveve, performanca dhe madhësia janë faktorë të rëndësishëm në vendimet për financim. Psillaki dhe Daskalakis (2009) mbi firmat në Greqi, Francë, Itali dhe Portugali përgjatë periudhës 1997-2002, treguan se faktorët specifik të firmës si madhësia e firmës, performanca, dhe likuiditeti ndikojnë më shumë në vendimet për strukturën e kapitalit, ndërsa faktorët shtetërorë si ligjet dhe rregulloret fiskale kanë një

¹⁷ Në vendet (Argjentine, Brazil, Kenia, Egjipt, Gana, Indi, Malajzi, Nigeri, Peru, Afrika e Jugut).

ndikim shume më të vogël, por janë të rëndësishëm vetëm për disa industri dhe rajone. Studimi Goddard et. al., (2005) përgjatë periudhës 1993-2001 në Belgjikë, Francë, Itali dhe UK, ka dëshmi të një marrëdhënie negative madhësi-performancë, por lidhja midis pjesës së tregut dhe performancës është pozitive dhe më e fortë në prodhim sesa në shërbime. Gjetjet e Hall et al., (2004) mbi firmat në UK, Gjermani, Francë, Spanjë dhe Itali në periudhën 1990-2000, tregojnë se madhësia e firmës, performanca dhe rreziku i biznesit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në zgjedhjet e financimit. Ata gjithashtu zbuluan se likuiditeti dhe trupëzimi i aktiveve luajnë një rol të rëndësishëm në përcaktimin e nivelit të borxhit që këto firma janë të gatshme të marrin për të financuar rritjen dhe operacionet e tyre. Ndërsa studimi Hall et al., (2004) mbi firmat e mëdha dhe SME-të në Belgjikë, Gjermani, Spanjë, Irlandë, Itali, Holandë, Portugali, UK për vitin 1995, gjetjet e tyre sugjerojnë se firmat më të mëdha përdorin më pak borxh dhe më shumë financim të brendshëm, ndërsa firmat më të vogla kanë tendencë të mbështeten në borxhin afatshkurtër për të financuar operacionet e tyre. Rezultatet tregojnë se ndryshimet ndoshta janë për shkak të dallimeve ndërmjet shteteve, si dhe ato specifike të firmave. Panno (2003) në periudhën 1992-1996 në UK dhe Itali, tregoi se faktorët, si performanca, madhësia e firmës dhe trupëzimi aktiveve kanë ndikime të ndryshme në strukturën e kapitalit midis dy vendeve, për shkak të dallimeve në sistemet financiare dhe rregullatorë. Firmat që operojnë në vende me kosto më të larta të vështirësive financiare kërkojnë më shumë kolateral sesa ato që operojnë në kontekste me kosto më të ulëta. Në vende me kosto të larta të vështirësive financiare, huadhënësit mund të ulin kostot e falimentimit dhe të agjencisë duke sekuestruar kolateralin ose duke zbatuar detyrimet e borxhit. Në këtë rast vendimet për strukturën e kapitalit ndikohen nga karakteristikat e brendshme të firmës, klima financiare dhe traditat e vendit brenda të cilave ajo operon.

Pra, si konkluzion, studimet tregojnë se struktura e kapitalit ndikohet nga një kombinim i faktorëve specifikë të firmës dhe karakteristikave institucionale të vendeve, si cilësia e institucioneve, mjedisi ligjor dhe zhvillimi financiar. Ndikimi i variablave klasikë si madhësia e firmës, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti, performanca, ndryshon ndjeshëm sipas kontekstit kombëtar, duke e bërë të nevojshme analizën krahasuese për të kuptuar dinamikat e financimit në nivele të ndryshme zhvillimi ekonomik.

3.4.2. Struktura e kapitalit dhe evidenca empirike të përqëndruara në vende të veçanta

Literatura empirike dëshmon se faktorët e strukturës së kapitalit ndryshojnë ndjeshëm në funksion të kontekstit kombëtar dhe institucional të vendit ku operon firma, ndaj në këtë nën seksion trajtohet struktura e kapitalit përmes evidencave empirike të fokusuara në shtete të veçanta.

Në një sërë studimesh empirike u tregua dhe u theksua se faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave janë thellësisht të ndikuar nga konteksti kombëtar dhe institucional ku ato operojnë. Diferencat në sistemet financiare, kulturën e firmave dhe zhvillimin ekonomik të vendit bëjnë që gjetjet të mos jenë përgjithësuese dhe unifikuese ndërmjet vendeve. Prandaj, shumica e hulumtimeve përqëndrohen në shtete ose industri specifike, me qëllim që të kuptohet më qartë ndërveprimi ndërmjet karakteristikave të firmës dhe faktorëve makroekonomikë në raport me levën financiare. Kjo qasje ka nxjerrë në pah rëndësinë e përshtatjes së teorive tradicionale të strukturës së kapitalit ndaj kushteve të veçanta të çdo tregu objekt studimi. Një numër studimesh empirike

kanë theksuar përveç faktorëve specifike të firmave edhe rëndësinë e kontekstit kombëtar në analizën e strukturës së kapitalit, duke argumentuar se faktorët që ndikojnë në vendimmarrjen financiare të firmave mund të ndryshojnë ndjeshëm nga një vend në tjetrin, për shkak të ndryshimeve institucionale, kulturore dhe strukturore në tregjet financiare. Për këtë arsye, për të ofruar informacion dhe rezultate sa më të sakta, shumica e punimeve kërkimore mbi përcaktimin e variablave të strukturës së kapitalit janë përgjithësisht të fokusuara në një shtet të caktuar, madhësi të caktuar të firmave dhe shpesh edhe në një sektor specifik të industrisë. Për shembull, për të kuptuar "fuqinë shpjeguese të disa prej teorive të strukturës optimale të kapitalit," Titman dhe Wessels (1988, p. 1) realizuan një studim mbi firmat prodhuese amerikane përgjatë periudhës 1974–1982. Përmes këtij hulumtimi, autorët arritën në përfundimin se faktori i veçantisë së firmës, madhësia dhe performanca kishin rëndësi të konsiderueshme, ndonëse nuk u gjetën lidhje domethënëse midis levës dhe mundësisë të rritjes, përfitimeve tatimore jo nga borxhi, trupëzimit të aktiveve dhe paqëndrueshmërisë së të ardhurave (Martin Berge, 2023, p. 15). Siç pritej, madhësia dhe performanca rezultuan të jenë në lidhje të zhdrejtë me nivelin e huamarrjes (levës). Titman dhe Wessels (1988) argumentuan se lidhja negative midis madhësisë së firmës dhe borxhit afatshkurtër mund të tregojë për kosto të larta transaksionesh që përballojnë firmat e vogla kur emetojnë borxhe afatgjata, ndërsa korrelacioni negativ midis fitimeve të kaluara dhe borxhit aktual sugjeron praninë e kostove administrative të pashmangshme. Më së fundi, ata zbuluan se veçantia e firmës është gjithashtu në lidhje të kundërt me nivelin e huamarrjes. Bevan dhe Danbolt (2000) ndërtuan studimin e tyre mbi punimet e mëparshme të Titman dhe Wessels (1988) si dhe Rajan dhe Zingales (1995), duke analizuar faktorët e strukturës së kapitalit përmes të dhënave të reja mbi firmat britanike. Studimi trajton sfidat në matjen e huamarrjes dhe vlerëson vlefshmërinë e analizës ndërkombëtare të strukturës së kapitalit të Rajan dhe Zingales (1995). Bevan dhe Danbolt (2000) identifikuan prova që mbështesin konceptin e "përputhjes së maturimit"¹⁸, ku trupëzimi i aktiveve rezultoi të jetë në lidhje negative me detyrimet afatshkurtra dhe në lidhje pozitive me detyrimet afatgjata.

Studimi tregoi se firmat e vogla hasin vështirësi në sigurimin e financimit afatgjatë, gjë që pasqyrohet në korrelacionin negativ ndërmjet madhësisë së firmës dhe borxhit afatshkurtër, dhe në një korrelacion pozitiv me borxhin afatgjatë. Kjo sugjeron se firmat më të mëdha mbështeten më shumë në financimin afatgjatë, ndërsa firmat më të vogla priren të përdorin huamarrje afatshkurtër. Gjithashtu, autorët zbuluan prova që sugjerojnë se firmat me perspektiva të larta zhvillimi përdorin si borxh afatshkurtër ashtu edhe afatgjatë. Megjithatë, të dhënat tregojnë edhe një zhvendosje të rëndësishme gjatë periudhës së studiuar (1987–1991) nga përdorimi i borxhit afatshkurtër drejt financimit me borxh afatgjatë dhe kapital vetjak (aksione) (Martin Berge, 2023, p. 16). Në mënyrë të ngjashme, Frank dhe Goyal (2009) analizuan disa variabla të strukturës së kapitalit për të përcaktuar cilët faktorë janë statistikisht të besueshëm. Ata përdorën të dhëna nga firma amerikane të listuara publikisht gjatë periudhës 1950–2003. Gjetjet treguan, se 6 nga 39 variablat e testuar rezultuan të jenë faktorë statistikisht të besueshëm kur leva matet përmes vlerave të tregut. Ata zbuluan se leva financiare ndikohet pozitivisht nga leva mesatare e sektorit përkatës, trupëzimit të aktiveve,

¹⁸ Përputhja e maturimit tregon se afatet e huamarrjes (borxhit) duhet të përputhen me afatet e aktiveve që financohen. Me konkretisht aktivitet afatshkurtër (p.sh. inventari, llogaritë e pagueshme) duhet të financohen me burime afatshkurtër (borxh afatshkurtër) dhe aktivitet afatgjatë (p.sh. impiante, makineri, ndërtesa) duhet të financohen me kapital afatgjatë (borxh afatgjatë ose kapital vetjak), kjo me qëllim minimizimin e rrezikut të likuiditetit dhe sigurimin që firma nuk do të duhet të ri financojë borxhe afatshkurtra për aktivë që përdoren për një periudhë më të gjatë.

madhësisë së firmës dhe inflacionit. Ndërkohë që raporti vlerë tregu-vlerë kontabël, statusi për shpërndarjen e dividendëve dhe performanca kanë ndikim negativ. Ndërsa kur vlerat kontabël merren parasysh, madhësia e firmës, raporti vlerë tregu-vlerë kontabël dhe inflacioni i parashikuar nuk treguan të njëjtën shkallë të besueshmërisë. Frank dhe Goyal përfundimisht arritën në përfundimin se teoria (POT) dhe teoria (MT) shpjegojnë këto gjetje, por nuk japin sqarime të mjaftueshme për variabla si trupëzimi i aktiveve dhe madhësia e firmës. Në të kundërt, qasja e teorisë (TOT) shpjegon shumicën e faktorëve, me përjashtim të performancës e cila është në korrelacion pozitiv me levën financiare. Frank dhe Goyal e mbyllin diskutimin e tyre me frazën e Box (1979) ku: *“Të gjitha modelet janë të gabuara, por disa prej tyre janë të dobishme.”*

La Rocca et al., (2011) analizuan strukturën e kapitalit përgjatë ciklit jetësor të një firme, duke u fokusuar tek SME-të në Itali përgjatë periudhës 1996–2005. Autorët argumentojnë se kërkimi empirik shpesh nuk merr parasysh asimetritë e informacionit dhe, për pasojë, veçoritë specifike të firmave në faza të ndryshme të ciklit të tyre jetësor. Ata theksojnë gjithashtu se madhësia dhe mosha e firmës mund të përdoren si tregues të pjekurisë së saj. Sipas La Rocca et al., (2011), borxhi është shpesh burimi kryesor i financimit për SME-të, duke kundërshtuar në këtë mënyrë teorinë (POT). Megjithatë, me rritjen e pjekurisë së firmës, teoria (POT) bëhet më e dukshme, pasi borxhi zëvendësohet nga financimi i brendshëm. Me fjalë të tjera, sa më shumë të rritet madhësia dhe mosha e firmës, aq më shumë bie varësia ndaj huamarrjes së jashtme (borxhit) dhe rritet përdorimi i burimeve të brendshme të financimit si fitimet e pashpërndara. Këto gjetje përforcohen edhe nga studimi i Kieschnick dhe Moussawi (2018), i cili shqyrton lidhjen ndërmjet moshës së firmës dhe vendimmarrjes për strukturën e kapitalit. Sipas La Rocca et al., (2011), shtetet me sisteme financiare të bazuara në banka (rasti i ekonomive në zhvillim) priren të kenë firma më të pjekura, e cila çon në nivele më të ulëta të borxhit. Megjithëse ekziston një mungesë e të dhënave, firmat në faza të hershme të zhvillimit në vendet me sisteme financiare të orientuara nga tregu (rasti i ekonomive të zhvilluara) kanë më shumë gjasa të përdorin një kombinim të borxhit dhe kapitalit vetjak edhe pse në teori, borxhi konsiderohet opsioni më i favorshëm. Studimi i Chen (2004) analizoi firmat kineze në një periudhë të tranzicionit ekonomik dhe institucional. Ai zbuloi se teoritë klasike si ajo e kompensimit dhe e rendit të zgjedhjes aplikohen pjesërisht, por firmat kineze shpesh përballen me kufizime të jashtme financimi dhe ndikim politik qendror, duke çuar në zgjedhje jo optimale të strukturës së kapitalit, të kushtëzuara nga qasja ndaj bankave shtetërore.

Në një studim i kohëve të fundit Digdowiseiso dhe Amalia (2025) mbi firmat e mëdha në Indonezi, përgjatë periudhës 2018–2022, gjetjet kryesore të studimit të tyre sugjerojnë se kapitali i firmave në Indonezi ndikohen nga faktorë si performanca, madhësia e firmës, likuiditeti, mundësitë e rritjes, dhe politikat fiskale, ndërsa kushtet ekonomike dhe politike gjithashtu luajnë një rol të rëndësishëm por jo thelbësor në vendimet financiare. Ndërsa studimi Cortez (2025), mbi firmat të listuara në Japoni, për periudhën 2014–2024, gjeti se aktivet jo të trupëzuara si inovacioni dhe pasuritë e pa trupëzuara kanë një ndikim të rritur në strukturën e kapitalit të firmave japoneze, duke i bërë ato të preferojnë më shumë financimin me kapital sesa me borxh, në mënyrë që të mbështesin aktivitetet e kërkimit dhe zhvillimit.

Në studimin e Khan (2024) për periudhën 2011–2021 analizoi faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave jo-financiare në vendet e GCC-së¹⁹. Rezultatet treguan

¹⁹ Vendet e GCC-së se Këshilli të Bashkëpunimit të Gjirit janë 6 shtete arabe që ndodhen në rajonin e Gjirit Persik.

se madhësia, trupëzimi aktiveve, performanca dhe paqëndrueshmëria e të ardhurave ndikojnë ndjeshëm vendimet për strukturën e kapitalit, megjithëse asnjë teori klasike nuk e shpjegon tërësisht sjelljen e firmave në këto vende. Maulana dhe Sari (2024) në një studim mbi reformën tatimore të vitit 2016 në Indonezi tregoi se vendosja e kufizimeve në raportin borxh-kapital çoi në reduktim të ndjeshëm të borxhit në firma, sidomos për firmat e vogla. Shugliashvili et al., (2024) mbi SME-të në Gjermani përgjatë periudhës 2010-2019, treguan se madhësia e firmës dhe përfitimet tatimore jo-borxh kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit, ndërsa pasiguria ekonomike ka një ndikim negativ. Rekomandimet sugjerojnë që SME-të të përqendrohen në optimizimin e shpenzimeve për amortizim dhe të krijojnë kushte më të favorshme për financim të borxhit. Hamouda (2023) në një studim që përfshiu 1101 firma në 11 vende MENA²⁰ zbuloi se karakteristikat e firmës kishin ndikim më të madh se faktorët institucionalë në vendimet për strukturën e kapitalit. Madumere et al., (2023) mbi firma e listuara në Nigeri për periudhën 2013-2022, treguan se ka një ndikim të rëndësishëm të strukturës së kapitalit në performancën financiare të firmave të listuara, ku firmat me një shkallë më të lartë borxhi kanë tendencë të kenë performancë më të ulët. Gjithashtu, madhësia e firmës dhe likuiditeti janë faktorë që kontribuojnë pozitivisht në përmirësimin e performancës financiare. Studimi Sutanuka dhe Rakshit (2021) mbi firmat e listuara në Indi në periudhën 1998-2018, tregoi se struktura e kapitalit e firmave indiane është e ndikuar nga faktorë si madhësia e firmës, performanca dhe mundësitë e rritjes. Gjithashtu, shpejtësia e rregullimit të strukturës së kapitalit është më e lartë për firmat me një nivel më të madh të aktiveve fikse dhe një shtrirje më të gjerë të borxhit. Abdullah et al., (2021) mbi firmat të listuara në Gjermani në periudhën 1993-2016, gjetjet e studimit treguan se faktorët specifikë të firmës që janë të rëndësishëm për të shpjeguar strukturën e kapitalit dhe performancën në vendet perëndimore, janë gjithashtu të rëndësishëm edhe në Gjermani. Rezultatet empirike ofrojnë një mbështetje për teorinë (POT) dhe teorinë statike (TOT). Rezultatet e studimit të Lussuamo dhe Serrasqueiro (2021) mbi SME-të në Angola për periudhën 2011-2016, tregojnë se performanca, mosha, likuiditeti dhe përfitimet tatimore jo borxh janë faktorë përcaktues në vendimet e strukturës së kapitalit të SME-ve në Angola. Për më tepër, ato sugjerojnë se këto firma ndjekin parimet e teorisë (POT) në vendimet e strukturës së kapitalit. Studimi Frank dhe Goyal (2020) mbi firma e listuara në SHBA për periudhën 1971-2018, gjen se firmat nuk ndjekin rreptësisht teorinë e rendit të zgjedhjeve, pasi shpesh përdorin financim të jashtëm edhe kur kanë fonde të brendshme të disponueshme. Gjithashtu, faktorë si madhësia e firmës, performanca dhe mundësitë e rritjes luajnë një rol të rëndësishëm në strukturën e kapitalit. Cappa et al., (2020) mbi firmat të listuara në Itali për periudhën 2012-2016, treguan se strategjia e firmës ndikon ndjeshëm në strukturën e kapitalit, ku firmat me strategji të orientuara drejt rritjes dhe inovacionit kanë tendencë të mbështeten më shumë në financimin me kapital sesa në borxh. Gjithashtu, rezultatet sugjerojnë se faktorë si madhësia e firmës, performanca dhe rreziku i biznesit luajnë një rol kyç në përcaktimin e shkallës së borxhit të firmave në përputhje me strategjitë e tyre afatgjata. Nguyen dhe Nguyen (2020) mbi firmat e listuara në Vietnam, për periudhën 2013-2018, tregojnë se struktura e kapitalit të firmave jo financiare vietnameze është e lidhur negativisht me performancën e tyre. Këto gjetje përputhen në përgjithësi me parashikimet e teorisë (POT). Megjithatë, ndikimi i këtij raporti ndryshon në varësi të sektorëve dhe karakteristikave të ndryshme të industrisë, duke sugjeruar se faktorët sektorialë luajnë një rol të rëndësishëm në vendimet e strukturës së kapitalit. Studimi Deari et al., (2019)

²⁰ MENA i referohet rajonit të Lindjes së Mesme dhe Afrikës së Veriut.

mbi SME-te në Ukraine për periudhën 2012-2016, tregoi se faktorët makroekonomikë si rritja e GDP-së dhe i normave të interesit ndikojnë ndjeshëm në strukturën e kapitalit të firmave ukrainase. Gjithashtu, madhësia e firmës dhe trupëzimi aktiveve janë faktorë të rëndësishëm që ndihmojnë në rritjen e përdorimit të borxhit. Studimi i D'Amato (2019) mbi SME-të në Itali për periudhën 2006-2016, tregoi: Së pari, në përputhje me studimet e mëparshme, rezultatet tregojnë se struktura e kapitalit të SME-ve bazohet në borxhin afatshkurtër dhe konkretisht në kredinë tregtare. Së dyti, rezultatet tregojnë se teoria e rendit të zgjedhjes shpjegon vendimet mbi strukturën e kapitalit të SME-ve më mirë se teoria e kompensimit. Ponce et al., (2019) mbi firmat të mëdha në Ekuador në periudhën 2012-2016, treguan se firmat më të mëdha dhe ato me më shumë aktive të prekshme kanë më shumë gjasa të përdorin borxhin në strukturën e tyre të kapitalit, ndërsa firmat më fitimprurëse dhe me likuiditet më të lartë priren të mbështeten më shumë në financimin e brendshëm. Gjetjet janë në përputhje me teorinë (POT) dhe pjesërisht me teorinë (TOT), duke theksuar rëndësinë e karakteristikave të brendshme të firmës në vendimmarrjen financiare.

Le dhe Phan (2017) mbi firmat të listuara në Vietnam për periudhën 2007-2012, treguan se struktura e kapitalit ka një lidhje negativisht të rëndësishme me performancën e firmës në tregjet në zhvillim dhe kjo lidhje negative është më e dukshme në tregjet e pasigurta dhe me asimetri informacioni, duke treguar se borxhi ka një ndikim të kufizuar në performancën e firmave në këto kushte. Adair dhe adaskou (2015) mbi SME-të në Francë, në periudhën 2002-2010, treguan se performanca dhe mundësitë e rritjes mbështesin teorinë (POT), duke sugjeruar që firmat preferojnë financimin me borxh përpara lëshimit të aksioneve të kapitalit. Gjithashtu, kreditë tregtare luajnë një rol të rëndësishëm, ndërsa mosha dhe madhësia e firmës nuk kanë një ndikim të qartë në teorinë e analizuar. Khan (2012) mbi SME-të në Jordani për periudhën 2003-2009, tregoi se firmat me struktura kapitali më konservatore, që përdorin më shumë kapital të brendshëm, kanë tendencë të kenë një performancë më të qëndrueshme afatgjatë. Kjo tregon se marrëdhëniet ndërmjet strukturës së kapitalit dhe performancës është mjaft komplekse dhe varet nga faktorë të ndryshëm. Studimi i Domenichelli (2012) mbi SME-të në Itali përgjatë periudhës 1999-2009, tregoi se, shenjat e marrëdhënieve ndërmjet faktorëve të ndryshëm, si norma e tatimit, përfitimit tatimore jo-borxh dhe rreziku i falimentimit, sugjerojnë mundësinë e një niveli optimal borxhi afatgjatë për të balancuar kostot e problemeve financiare dhe përfitimet tatimore nga financimi përmes borxhit. Gjetjet e Degryse et al., (2010) mbi SME-të në Holandë për periudhën 2003-2005, sugjerojnë se performanca ndikon në uljen e borxhit afatshkurtër, ndërsa rritja ndikon në rritjen e borxhit afatgjatë, me ndikim të rëndësishëm edhe nga faktorët ndër-dhe brenda-industrialë.

Studimi i Correa et al., (2007) mbi firmat e mëdha në Brazil për periudhën 1999-2004, zbuloi se trupëzimi aktiveve dhe performanca kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit nga firmat të mëdha, duke sugjeruar se këto firma preferojnë financimin me borxh për të shfrytëzuar përfitimet e mundshme tatimore nga shpenzimet e interesit të zbritshëm. Nga ana tjetër, rreziku i biznesit dhe pronësia e huaj kanë një ndikim negativ në borxh, duke treguar se firmat janë më të kujdesshme në përdorimin e borxhit kur janë të ekspozuara ndaj riskut të lartë dhe presionit të aksionarëve të huaj. Gjetjet mbështesin teorinë TOT. Hovakimian et al., (2004) mbi firma të listuara në SHBA për periudhën 1980-1998, treguan se firmat priren të ndjekin një strukturë të kapitalit të synuar që kombinojnë borxhin dhe kapitalin e aksionarëve, dhe faktorë të tillë si performanca, madhësia e firmës dhe mundësitë e rritjes ndikojnë në këtë proces. Gjithashtu, rregullimi i strukturës së kapitalit është një proces i ngadalshëm dhe i kushtueshëm, veçanërisht kur firmat përballen me mundësi të kufizuara financimi.

Studimi Ozkan (2001) mbi SME-të në UK për periudhën 1984-1996, gjeti se firmat britanike kanë raporte të synuara të borxhit dhe rregullohen shpejt drejt këtyre synimeve. Faktorë të tilla si madhësia e firmës dhe aktivet e trupëzuara kanë një ndikim pozitiv në nivelin e borxhit, ndërsa mundësitë e rritjes, likuiditeti, performanca dhe përfitimet tatimore jo nga borxhi ndikojnë negativisht në vendimet e huamarrjes. Gjithashtu, rezultatet mbështesin teorinë e kompensimit. Këto studime të përmbledhura tregojnë qartë se faktorët e strukturës së kapitalit nuk mund të kuptohen tërësisht pa marrë parasysh kontekstin institucional dhe kombëtar në të cilin operojnë firmat. Modelet teorike, të tilla si teoria e kompensimit, teoria e rendit të zgjedhjes dhe ajo e kohës së tregut, ndonëse të vlefshme, kanë nevojë ende për një përshtatje me të ndjeshme ndaj realiteteve të vendeve specifike.

Pra, si konkluzion literatura empirike dëshmon se faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit janë të shumanshëm dhe të ndjeshëm ndaj kontekstit institucional, ekonomik dhe kulturor të vendeve ku këto firma operojnë. Ndërsa teoritë tradicionale si ajo e kompensimit dhe rendit të zgjedhjes ofrojnë korniza të dobishme analitike, ato nuk arrijnë të shpjegojnë në mënyrë të plotë dhe unifikuese sjelljen e firmave në të gjitha kontekstet. Evidencat empirike nga vende dhe sektorë të ndryshëm tregojnë se karakteristikat specifike të firmës ndër veprojnë ngushtësisht me faktorët makroekonomikë dhe institucionalë, duke prodhuar rezultate të ndryshme në varësi të rrethanave lokale të ndryshme. Kështu, analizat e strukturës së kapitalit kërkojnë qasje që marrin në konsideratë veçoritë e tregjeve specifike në të cilat këto firma operojnë, me qëllim që të sigurohen interpretime më të sakta dhe politika më efektive financimi.

3.4.3. Struktura e kapitalit dhe evidenca empirike në vendet e rajonit

Në përfundim të këtij seksioni në nën seksionin vijues trajtohet studimi i strukturës së kapitalit në vendet në zhvillim dhe veçanërisht në rajonin e Ballkanit Perëndimor²¹, i cili është i domosdoshëm për të kuptuar mënyrën se si faktorët institucionalë, ekonomikë dhe kulturorë ndikojnë në vendimet financiare të firmave në një kontekst të njëjte me atë të Shqipërisë.

Ndërkohë që në vendet e zhvilluara ekziston një bazë solide teorike dhe empirike mbi këtë koncept, në vendet në zhvillim, literatura është më e kufizuar dhe shpeshherë e ndikuar nga konteksti institucional, ekonomik dhe ligjor i secilit vend objekt i studimit. Studimi i strukturës së kapitalit në vendet e rajonit ka tërhequr vëmendje të konsiderueshme për shkak të ndikimeve të veçanta që faktorët institucionalë, ekonomikë dhe kulturorë “ushqejnë” mbi praktikën financiare të firmave në këto vende. Evidencat empirike tregojnë se vendet e rajonit shfaqin ndryshime të dukshme në mënyrën si firmat përzgjedhin burimet e financimit, të cilat varen nga faktorë si stabiliteti ekonomik, politikat fiskale dhe zhvillimi i tregjeve financiare lokale në këto vende. Këto ndryshime sugjerojnë se modelet e strukturës së kapitalit nuk janë të njëtrajtshme dhe kërkojnë qasje të përshtatura për një vend të caktuar për të kuptuar më mirë ndikimin e faktorëve rajonalë në vendimmarrjen financiare. Në vendet në zhvillim, faktorë të veçantë ndikojnë në mënyrën se si firmat strukturojnë kapitalin e tyre. Kështu që aksesimi i kufizuar në tregjet kapitale bën që firmat të mbështeten më tepër në burime

²¹ Vendet e Ballkanit Perëndimor: Shqipëria, Bosnja dhe Hercegovina, Kosova, Mali i Zi, Maqedonia e Veriut, Serbia.

të brëndshme ose financim bankar (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999). Mjedisi ekonomik ne këto vende shpesh karakterizohet nga një ekonomi tranzicioni me paqëndrueshmëri makroekonomike, përfshirë inflacionin e lartë, normat e larta të interesit dhe pasigurinë politike, të cilat rrisin kostot e financimit me borxh. Për më tepër, mungesa e zhvillimit të institucioneve financiare dhe ligjore ndikon negativisht në aftësinë e firmave për të siguruar financim formal (La Porta et al., 1998). Kultura financiare më e ulët dhe mungesa e vazhdueshme e edukimit financiar ne raport me vendet e zhvilluara gjithashtu janë faktorë që ndikojnë në zgjedhjet e strukturës së kapitalit në këto ekonomi.

Kështu që në këto vende, struktura e kapitalit ndikohet nga një sërë faktorësh unikë që përfshijnë: Së pari, akses i kufizuar në tregjet financiare: Shumë nga SME-te nuk kanë akses të lehtë në tregjet e kapitalit dhe janë të detyruara të mbështeten kryesisht në kreditë bankare ose fondet vetjake të ortakut/ve. Së dyti, paqëndrueshmëria makroekonomike: Inflacioni i lartë, luhatjet në normat e këmbimit dhe pasiguria politike e bëjnë më të vështirë për firma të planifikojnë strategjinë e tyre financiare afatgjatë. Së treti, korniza ligjore dhe institucionale: Mungesa e mbrojtjes efektive të investitorëve sipas dispozitave të kodit penal dhe zbatimi i dobët i kontratave sipas dispozitave të kodit civil, mund të ndikojnë në vendimmarrjen mbi strukturën e kapitalit. Së fundmi, kultura financiare dhe niveli i zhvillimit të tregjeve kapitale: Në disa vende në zhvillim, tregjet financiare nuk janë funksionale (siç është rasti Shqipërisë) dhe gjithashtu mungon besimi në to dhe njohuritë e menaxherëve ose drejtuesve mbi mundësitë e financimit janë mjaft të kufizuara. Studime të ndryshme empirike në vendet në zhvillim tregojnë se firmat kanë një tendencë për të përdorur më shumë burime të brendshme për financim dhe për të shmangur borxhin afatgjatë. Për shembull, hulumtime në vendet e Azisë Jugore, Afrikës së Veriut dhe Amerikës Latine sugjerojnë se normat e interesit të larta, kosto të larta të transaksioneve dhe mungesa e transparencës në tregjet financiare kanë reduktuar përqindjen e borxhit në strukturën e kapitalit të bizneseve. Në vende si India dhe Brazili, është vërejtur një lidhje pozitive midis madhësisë së firmës dhe nivelit të borxhit, ku firmat më të mëdha kanë më shumë gjasa të kenë akses në financim me kosto më të ulët. Ndërkohë, në ekonomi emergjente²² si p.sh., Nigeria ose Bangladeshi, faktorët institucionalë, si korrupsioni dhe infrastruktura e dobët ligjore kanë rezultuar në zgjedhje të strukturës së kapitalit që shpesh nuk ndjekin asnjërën nga teoritë klasike.

Në këtë rajon, ka një larmi praktikash dhe strategjish në përzgjedhjen e burimeve të financimit, që janë të ndikuara nga faktorë të tillë si zhvillimi i tregjeve financiare, stabiliteti ekonomik, politikat fiskale dhe ligjore, si dhe nivelet e integritetit në institucionet ndërkombëtare, si Bashkimi Evropian. Disa studime kanë treguar se firmat në këto vende preferojnë financimin me borxhe në krahasim me kapitalin, duke reflektuar mungesën e zhvillimit të tregjeve të kapitalit dhe sfidat makroekonomike. Përveç kësaj, madhësia e firmave, likuiditeti dhe performanca janë identifikuar si faktorë kyç që ndikojnë në strukturën e kapitalit, me firmat më të mëdha që shpesh kanë mundësi të sigurojnë burime financimi më të lira dhe më të përshtatshme. Sidoqoftë, ka ende pasiguri në mënyrën se si rregullat dhe institucionet financiare në rajon ndihmojnë në rritjen e efikasitetit të strukturës së kapitalit, duke krijuar nevojën për analiza të mëtejshme që të kuptohen më mirë këto ndikime në kontekste të ndryshme.

²² Ekonomi emergjente është një ekonomi që ndodhet në tranzicion nga një ekonomi e varfër ose në zhvillim, drejt një ekonomie më të industrializuar dhe të avancuar. Këto ekonomi karakterizohen nga rritje e shpejtë ekonomike, zhvillim i tregjeve financiare, dhe ristrukturim ekonomik, ne këto ekonomi përfshihet edhe Shqipëria.

Studimet empirike tregojnë se firmat në vendet në zhvillim kanë tendencë të përdorin më pak borxh në krahasim me ato në vendet e zhvilluara. Kjo lidhet me koston më të lartë të borxhit dhe mungesën e garancive të nevojshme për të siguruar kredi afatgjata (Booth et al., 2001). Për shembull, në studimet mbi firmat në Amerikën Latine dhe Azi, është vërejtur se firmat më të mëdha dhe me performancë më të mirë kanë më shumë gjasa të marrin borxh nëpërmjet kredive afatgjata, ndërsa firmat më të vogla dhe familjare mbështeten kryesisht në fonde të brendshme. Booth et al., (2001), në një studim të gjerë krahasues në dhjetë vende në zhvillim, gjetën se struktura e kapitalit ndikohet ndjeshëm nga faktorët specifikë të secilit vend ne veçanti, përfshirë zhvillimin institucional, rregullator dhe mjedisin ekonomik. Gjithashtu, u vu re se teoritë klasike nuk zbatohen gjithmonë në mënyrë të drejtpërdrejtë në këto kontekste.

Në një studim të kohëve të fundit Qerimi et al., (2024) mbi SME-të në Kosovë përgjatë periudhës 2013-2018 në gjetjet e tyre tregojnë se sjellja financiare e SME-ve në Kosovë ndikohet jo vetëm nga fondet e gjeneruara brenda firmës, por edhe nga karakteristika të veçanta të firmave, si likuiditeti, norma efektive e tatimit, përfitimet tatimore jo borxh, madhësia e firmës, struktura e aktiveve dhe potenciali për rritje. Këto rezultate janë në përputhje me teorinë (POT). Prenaj et al., (2023) në studimin mbi SME-të në Kosovë përgjatë periudhës 2013-2018, në gjetjet e tyre rezultatet sugjerojnë se variablat si madhësia, struktura e aktiveve, mundësitë e rritjes dhe fleksibiliteti financiar ndikojnë në përcaktimin e strukturës së kapitalit, dhe këto gjetje mbështeten nga teoria (TOT) dhe (POT). Stoiljkovic et al., (2023) mbi firmat e mëdha në Serbi përgjatë periudhës 2006-2020, në këtë rast rezultatet e hulumtimit treguan se madhësia, performanca dhe trupëzimi aktiveve kanë një efekt të kundërt mbi nivelin e borxhit afatgjatë krahasuar me atë afatshkurtër dhe total. Kjo nënkupton se sjellja e firmave në Serbi, në rastin e borxhit afatgjatë, është në përputhje me parashikimet e teorisë së TOT, ndërsa në rastin e borxhit afatshkurtër dhe total, sjellja e tyre mund të shpjegohet përmes teorisë së POT. Gjoni et al., (2022) mbi firmat e mëdha në Shqipëri përgjatë periudhës 2018-2020, arritën në këto gjetje, në të cilën performanca financiare e subjekteve në industrinë e ndërtimit në Shqipëri ndikohet ndjeshëm nga faktorë si madhësia e firmës, struktura e kapitalit dhe efikasiteti operacional. Rezultatet sugjerojnë se menaxhimi i kujdesshëm financiar dhe qasja e balancuar ndaj burimeve të financimit janë thelbësore për përmirësimin e performancës, duke theksuar nevojën për politika që mbështesin zhvillimin dhe stabilitetin financiar e sektorit. Shkreta dhe Meka (2021) mbi firmat e mëdha në Shqipëri në vitin 2019 arritën në përfundimin se firmat prodhuese shqiptare që kanë nivel të lartë performance, kanë raporte më të ulëta të levës financiare. Kjo do të thotë se firmat e mëdha shumë fitimprurëse në përgjithësi do të zgjedhin të financohen me fonde të brendshme dhe jo me fonde të jashtme sipas teorisë (POT).

Bylo dhe Çankaya (2019) mbi firmat të listuara në Kroaci, Serbi dhe Maqedoni përgjatë periudhës 2012-2017, treguan se firmat në vendet e Ballkanit Perëndimor kanë tendencë të mbështeten më shumë në borxhin afatshkurtër sesa në atë afatgjatë. Ekziston një ndikim domethënës negativ i likuiditetit, performancës dhe tatimeve si në raportin të borxhit total, ashtu edhe në raportin e borxhit afatshkurtër. Ndërkaq, raporti i borxhit afatgjatë ndikohet në mënyrë pozitive nga mundësitë për rritje të këtyre firmave si dhe nga niveli i mëparshëm i borxhit. Rezultatet tregojnë se firmat në Ballkanin Perëndimor ndjekin rendin e preferuar të financimit (POT). Këto gjetje janë të ngjashme me rezultatet e studimeve të mëparshme të realizuara në kontekstin e ekonomive në zhvillim dhe në tranzicion. Deari dhe Lakshina (2018) mbi firmat e listuara në Maqedoni përgjatë periudhës 2011-2015, studimi i tyre tregoi se mundësitë e rritjes dhe rreziku financiar kanë një ndikim pozitiv në kredinë neto tregtare, ndërsa performanca ka një ndikim negativ. Efektet e krizës kishin një rol të rëndësishëm në

dinamikën e kredive tregtare, duke u pasqyruar në një rritje të përdorimit të kredive gjatë periudhës së krizës. Arsov dhe Naumoski (2016) mbi firmat e listuara në Kroaci, Maqedoni, Serbi dhe Slloveni përgjatë 2008-2013, treguan se firmat më të mëdha dhe ato me investime më të larta në aktive fikse (trupëzuara) shfaqin nivele më të larta të borxhit, ndërsa firmat me performance të larta përdorin më pak financim përmes borxhit. Përqendrimi i pronësisë, risku dhe normat efektive të tatimit, nuk rezultuan statistikisht të rëndësishme. Rezultatet konfirmojnë se menaxherët në këto vende nuk vendosin objektiva specifike të synuar për raportin e borxhit, por ndjekin një rend të caktuar në përzgjedhjen e burimeve të financimit. Me fjalë të tjera, sjellja e firmave është në përputhje me teorinë (POT). Qeveritë e këtyre vendeve duhet të përqendrohen më shumë në nxitjen e përdorimit të burimeve alternative të financimit, në mënyrë që të reduktohet varësia e tepruar e firmave nga sektori bankar. Luçi dhe Lleshaj (2016), mbi firmat e mëdha në Shqipëri përgjatë periudhës 2013-2014, gjetjet e tyre tregojnë se madhësia e firmës, performanca dhe raporti i borxhit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në strukturën e kapitalit të bizneseve të mëdha në Shqipëri. Firma të mëdha preferojnë të përdorin borxh për të ulur kostot e kapitalit, ndërsa ato më të vogla mbajnë një strukturë më konservative të kapitalit për të menaxhuar rrezikun.

Çekrezi (2015) mbi SME-të në Shqipëri përgjatë periudhës 2008-2011, tregoi se firmat ndjekin parimet e teorisë (POT). Faktorët si, performanca, likuiditeti, struktura e aktiveve dhe mundësitë e rritjes janë përcaktues të rëndësishëm të levës, në të cilën paraqitet një marrëdhënie pozitive ndërmjet ROE dhe raportit të borxhit. Shala et. al., (2014) mbi firmat e sigurimit në Kosovë në periudhën 2009-2012, treguan se madhësia dhe likuiditeti i firmës kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit, ndërsa rritja dhe mosha e firmës kanë një ndikim negativ. Gjithashtu, firma me më shumë aktive fikse ka tendencë të përdorë më shumë borxh, duke reflektuar përfitimet e mundshme nga financimi i borxhit në strukturën e kapitalit. Deari (2013) mbi firmat e listuara në Maqedoni në periudhën 2004-2010, tregoi se firmat kishin struktura të ndryshme përgjatë sektorëve dhe grup moshave të ndryshme. Gjithashtu firmat kanë ndjekur një strukturë të synuar të levës që është në përputhje me teorinë (TOT). Leva është gjetur se është e lidhur negativisht me performancën, trupëzimin e aktiveve, paqëndrueshmërinë dhe pozitivisht me madhësinë.

Pra, si konkluzion struktura e borxhit në vendet e rajonit, siç është rasti Shqipërisë, ndikohet nga faktorë të shumtë që shpesh e bëjnë të vështirë aplikimin universal të teorive klasike të financës. Struktura e kapitalit në vendet e rajonit dhe në vendet në zhvillim në përgjithësi formohet nga një ndërthurje e faktorëve të brendshëm të firmës dhe faktorëve të jashtëm institucionalë. Ndryshe nga vendet e zhvilluara, në këto vende ekziston një varësi më e madhe nga financimi i brendshëm dhe më pak akses në tregjet kapitale. Evidenca empirike sugjeron se reformat institucionale dhe zhvillimi i tregjeve financiare janë thelbësore për të përmirësuar mundësitë e financimit dhe për të mbështetur rritjen e qëndrueshme ekonomike. Politikat që përmirësojnë transparencën, sundimin e ligjit të së drejtës dhe aksesin më të lehtë në financë mund të ndihmojnë firmat të arrijnë struktura më efikase të kapitalit. Ndryshe nga vendet e zhvilluara, ku teoritë klasike si ajo e kompensimit dhe e rendit të zgjedhjes gjejnë më shumë mbështetje konsistente, në rajonin e Ballkanit Perëndimor vendimarrja financiare pasqyron një kompleksitet të lartë të ndikimeve lokale të çdo vendi. Rezultatet e studimeve tregojnë se firmat më të mëdha dhe ato me performancë të lartë kanë më shumë mundësi për të përdorur burime të jashtme financimi afatgjata, ndërsa firmat e vogla, për shkak të aksesit të kufizuar në tregjet kapitale dhe pasigurive institucionale, mbështeten kryesisht në burime të brendshme ose kredi bankare afatshkurtra. Nisur nga

evidencat empirike shumë nga firmat në rajon ndjekin teorinë (POT), duke reflektuar pasigurinë e tregjeve financiare, mungesën e transparencës dhe nivelin relativisht të ulët të zhvillimit të institucioneve financiare. Këto gjetje nënvizojnë edhe njëherë nevojën për politika që synojnë përmirësimin e infrastrukturës financiare, forcimin e institucioneve dhe edukimin financiar të bizneseve, në mënyrë që të mbështetet një strukturë kapitali më optimale dhe të qëndrueshme për zhvillimin ekonomik të rajonit.

3.5. Përmbledhje të analizës mbi faktorët shpjegues dhe matës të strukturës së kapitalit

Kjo pjesë e seksionit ofron mendime përmblylëse, një përmbledhje të analizës mbi levën financiare dhe të evidencave empirike të diskutuara më herët përgjatë kapitullit.

Pra, si konkluzion leva financiare përfaqëson një komponent thelbësor të strukturës së kapitalit dhe një mekanizëm kyç në vendimmarrjen financiare të firmave, sidomos në kontekste të tregjeve në zhvillim. Ajo lidhet me shkallën e përdorimit të borxhit për të financuar aktivet dhe për të maksimizuar kthimin për aksionarët, por njëkohësisht sjell edhe rreziqe të shtuara në kushtet e pasigurisë ekonomike. Teoritë kryesore të strukturës së kapitalit, si Teoria (TOT) dhe Teoria (POT), ofrojnë qasje të ndryshme mbi mënyrën se si firmat vendosin për kombinimin optimal të burimeve të financimit. Në këtë kontekst, analiza e levës financiare bëhet domosdoshmëri, jo vetëm për të kuptuar sjelljen financiare të firmave, por edhe për të identifikuar faktorët strukturorë që ndikojnë në vendimet e tyre strategjike. Përmes matjes së levës në terma të borxhit total, afatshkurtër dhe afatgjatë ndaj aktiveve, dhe në ndërlidhje me faktorët specifike, studimi synon të evidentojë ndikimet e saj në vendimmarrjen financiare. Krahasoni ndërkombëtar përforcon më tej rëndësinë e kontekstit institucional dhe zhvillimit ekonomik në përcaktimin e strukturës së kapitalit, duke nënvizuar edhe njëherë se leva financiare nuk është thjesht një tregues teknik statistikor, por një reflektim kompleks i strategjive financiare në funksion të rrethanave të tregut dhe faktorëve makroekonomikë. Në përfundim, literatura dhe evidenca empirike mbi strukturën e kapitalit në vendet e Ballkanit Perëndimor theksojnë se kjo strukturë ndikohet nga një ndërthurje komplekse faktorësh të brendshëm të firmës dhe elementësh të jashtëm institucionalë, ekonomikë dhe kulturorë. Ndryshe nga vendet e zhvilluara, ku teoritë klasike si (TOT) dhe (POT) kanë zbatim më të qëndrueshëm, në kontekstin e vendeve në zhvillim dhe në tranzicion (siç është rasti Shqipërisë), këto teori kërkojnë përshtatje, pasi vendimet financiare ndodhin në kushte të paqëndrueshme makroekonomike, me akses të kufizuar në tregjet kapitale dhe institucione ende në konsolidim. Firmat më të mëdha dhe më fitimprurëse kanë më shumë mundësi për të përdorur burime të jashtme (afatgjata), ndërsa firmat më të vogla mbështeten kryesisht në burime të brendshme, financim afatshkurtër ose kredi tregtare. Këto argumentime nënvizojnë edhe njëherë nevojën për politika të orientuara drejt forcimit të institucioneve financiare, përmirësimit të aksesit në tregjet e kapitalit dhe bankare dhe edukimit financiar të menaxhereve financiare, me qëllim të një vendimmarrje të mirorientuar në ndërtimin e një strukture kapitali më efikase dhe mbështetjen e zhvillimit të qëndrueshëm ekonomik në rajon.

KAPITULLI 4

METODOLOGJIA E NDJEKUR DHE INSTRUMENTET E PËRDORUR

Qëllimi i punimit është që të plotësoje zinxhirin e studimeve në këtë fushë me një studim empirik konkret në kushtet e firmave që operojnë në qarkun e Tiranës si qarku më i rëndësishëm i ekonomisë Shqiptare. Për të mundur një hulumtim objektiv shkencor të besueshëm dhe përgjithësues është përcaktuar në mënyrë të detajuar metodologjia në përmbushje të standardeve të një studimi shkencor. Bazuar në studimin, për të ndërtuar modelin më të denjë do të mbështetemi në analizat statistikore dhe ekonometrike që më mirë plotësojnë kushtet e përshtatshmërisë, duke përdorur një model regresioni të shumëfishtë. Ky kapitull paraqet në mënyrë të strukturuar të gjithë etapat e realizimit të punës empirike.

4.1 Dizajni i hulumtimit

Më konkretisht në këtë seksion do të shikojmë pjesën e dizajnit në kërkimin me metoda sasiore. Pjesa e dizajnit të hulumtimit tregon skicën dhe rrugën që dizajnohet për tu ndjekur që të arrihet deri tek rezultatet për diskutim të mëtejshëm.

Në këtë studim përdoren metodat sasiore. Në fakt në këtë punim përdoret qasja deduktive, pra që do të thotë procesi i kalimit nga e përgjithshmja tek e veçanta dhe për analizimin e të dhënave është përdorur programi statistikor EViews 12²³. Studimi fillon me pjesën teorike mbi teoritë për strukturën e kapitalit, vazhdon me provat e gjetura empirike mbi faktorët specifikë që masin dhe shpjegojnë strukturën e borxhit. Në këtë studim ndiqet një kombinim i hapave dhe proceseve duke u bazuar në dizajnin e hulumtimit me metodat sasiore sipas figurës 2 dhe përshkrimit skematik në figurën 3 dhe 4.



Figura 2. Hapat e dizajnit në kërkimin me metoda sasiore.²⁴

²³ Programi EViews 12 (Econometric Views) është një version i përparuar i softwerit EViews, i përdorur gjerësisht për analizë statistikore, ekonometrike, dhe parashikim për hulumtime akademike.

²⁴ Burimi: <https://www.slideshare.net/slideshoë/ëek03-qualitative-vs-quantitative-representation-Ryerson-University>.



Figura 3. Hapat e dizajnit në kërkimin me metoda sasiore.²⁵

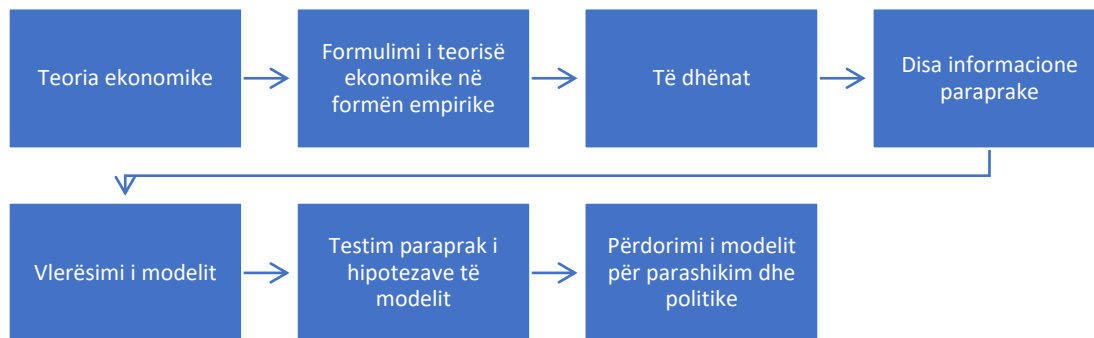


Figura 4. Hapat e dizajnit në kërkimin me metoda sasiore në modelet ekonometrike.²⁶

Pra, si konkluzion ky seksion trajton dizajnin e kërkimit me metoda sasiore, duke përdorur një qasje deduktive. Studimi fillon me teori mbi strukturën e kapitalit dhe më pas analizon faktorët specifikë përmes regresioneve duke përdorur programin statistikor për hulumtim.

4.2 Kampioni dhe karakteristikat e tij

Seksioni vijues përmban informacion mbi mbledhjen e të dhënave. Së pari, seksioni fillon duke dhënë një përmbledhje të shkurtër të kampionit, madhësisë dhe kriterëve të përzgjedhjes së popullatës. Në vazhdimësi trajtohet ndërtimi i kampionit duke respektuar kriteret e mostrës rastësore, ndarja sipas sektorëve dhe madhësisë. Në përfundim paraqitet një përshkrim i rezultateve të vrojtimit të Statistikave Strukturore të INSTAT dhe struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri si kriter kryesor për përzgjedhjen e kampionit në studimin tonë.

Pjesa e mbledhjes së të dhënave shpreh dhe analizon qartë burimet primare dhe sekondare që janë përdorur si bazë për këtë punim, ku studimi primar ose hulumtimi empirik formon kontributin e këtij studimi duke identifikuar dhe vlerësuar faktorët specifikë që ndikojnë në strukturën e borxhitt të firmave në rajonin e Tiranës. Për përcaktimin e kampionit, hapi fillestar ka qenë definimi i madhësisë së popullatës dhe kriterëve të përzgjedhjes së saj. Referuar të dhënave zyrtare të INSTAT (2023), në qarkun e Tiranës janë të regjistruara gjithsej 65.563 njësi ekonomike, të cilat përbëjnë popullatën objekt studimi. Përzgjedhja e këtij rajoni është bërë për arsye të qarta: Së pari, sepse Tirana përfaqëson zonën me përqendrimin më të lartë të firmave në nivel kombëtar; së dyti, sepse këto firma kontribuojnë ndjeshëm në të ardhurat dhe përmasat

²⁵ Burimi: <https://www.slideshare.net/slideshoë/ëeek03-qualitative-vs-quantitative-representation-Ryerson-University>.

²⁶ Burimi: Maddala, (1992)

ekonomike të vendit. Pasi është përcaktuar madhësia e përgjithshme e popullatës në këtë qark, është ndërmarrë një filtrim i mëtejshëm për të fokusuar analizën vetëm tek firmat e mëdha. Sipas të dhënave të INSTAT (2022) të paraqitura tek shtojca B, këto firma përfaqësojnë vetëm 0.2% të totalit të firmave të regjistruara në këtë rajon. Kësisoj, popullata objekt studimi e filtruar sipas këtij kriteri përbëhet nga gjithsej 131 njësi. Kjo përzgjedhje është motivuar nga dy arsye kryesore: Së pari, firmat e mëdha ofrojnë informacion më të besueshëm dhe të standardizuar financiar, për shkak të detyrimeve ligjore për auditim dhe transparencë²⁷. Së dyti, SME-të paraqesin vlera shumë të ulëta të borxhit afatgjatë në raportimet e tyre financiare, shpeshherë në nivele minimale ose të papërfillshme. Ky fakt do të kufizonte mundësinë për të matur në mënyrë objektive raportet e strukturës së borxhit, konkretisht: raportin e borxhit total, raportin e borxhit afatgjatë dhe raportin e borxhit afatshkurtër.

Bazuar në këto argumente, kampioni i studimit është përzgjedhur në mënyrë rastësore, duke filtruar një mostër prej 75 firmash nga popullata e mëparshme prej 131 njësisish të mëdha në qarkun e Tiranës. Të dhënat për këto subjekte janë siguruar për periudhën 2019–2023 nga Drejtoria e Përgjithshme e Tatimeve (DPT) dhe Qendra Kombëtare e Biznesit (QKB). Pra, supozimi i mostrës rastësore është i plotësuar nëse mostra e përzgjedhur është përfaqësuese dhe nuk ndryshon nga e gjithë popullata. Firmat të grupuara në mostër i përkasin sektorëve të ndryshëm të aktivitetit, duke përfshirë sektorin e ndërtimit, prodhimit, tregtisë, shërbimit. Pas përzgjedhjes së kampionit, është vijuar me fazën e mbledhjes dhe ndërtimit të panelit së të dhënave, duke u përqendruar në identifikimin e selisë së veprimtarisë në qarkun e Tiranës, sektorin e aktivitetit dhe moshën e firmës. Këto informacione janë siguruar përmes ekstrakteve historike, pasqyrave financiare vjetore, raporteve të audituesit të pavarur dhe raporteve të ecursisë së veprimtarisë, të dorëzuara në (QKB) dhe në Zyrën Tatimore Rajonale të Qarkut Tiranë. Tregues të tjerë mbështetës janë marrë nga raportet statistikore të Institutit të Statistikave (INSTAT, 2022) dhe të Bankës së Shqipërisë (BSH). Meqenëse nga rigrupimi sektori tregtar përmban edhe numrin më të madh të firmave 28 me 140 vëzhgime në total, atëherë bëhet mese e arsyeshme t'i ndajmë firmat në dy grupe kryesore: tregtare dhe jo - tregtare. Qëllimi i kësaj ndarjeje realizohet që të verifikohet nëse përkatësia e firmave në një sektor të caktuar ndikon në mënyrë të rëndësishme në përzgjedhjen e strukturës së borxhit të tyre.

Tabela 4 Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas sektorëve gjatë periudhës 2019-2023.

Sektori	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vëzhgimeve
Ndërtim	16	5	80
Prodhim	20	5	100
Tregti	28	5	140
Shërbim	11	5	55
Totali	75	5	375

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 4 tregon numrin si dhe llojin e firmave të përzgjedhura për t'u studiuar gjatë periudhës së studimit 2019-2023 dhe numri i përgjithshëm i vëzhgimeve është 375 në

²⁷ Shiko: ligjin Nr.10091, datë 5.3.2009 për auditimin ligjor të pasqyrave financiare

total. Mesatarja e totalit të aktiveve të këtyre firmave është afërsisht 11,106,149,592 Leke ose afërsisht 93,024,119 Euro²⁸.

Tabela 5 Tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgime të kampionit të ndara sipas dy grupeve në tregtare dhe jo - tregtare gjatë periudhës 2019-2023.

Sektori	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vëzhgimeve
Tregti	28	5	140
Jo - tregti	47	5	235
Totali	75	5	375

Burimi: përpunimet e autorit

Le të shohim më në detaje grupet e firmave të mostrës. Nga totali i firmave në vëzhgim 28 prej tyre i përkasin sektorit tregtar, i cili për Shqipërinë dhe në veçanti për qarkun e Tiranës 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 (INSTAT, 2021). Mesatarja e totalit të aktiveve të firmave tregtare, në mostrën e përdorur, është afërsisht 3,390,895,184 Leke ose 28,401,836 Euro, ndërsa për sa i përket firmave jo – tregtare është përkatësisht 7,715,254,408 leke dhe 64,622,283 Euro²⁹. Bazuar në ligjin Nr. 43/2022, “Për zhvillimin e firmave të vogla dhe të mesme”, firmat klasifikohen në: mikrofirma, firma të vogla dhe firma të mesme. Firmat mikro, të vogla dhe të mesme (NMVM-të) janë tërësia e firmave në të cilat punësohen më pak se 250 persona dhe realizojnë një shifër afarizmi ose një bilanc total vjetor jo më të madh se 250 milionë lekë. Firma e vogël konsiderohet një firmë me më pak se 50 persona të punësuar, e cila ka një shifër afarizmi ose bilanc total vjetor jo më të madh se 50 milionë lekë. Mikro firma konsiderohet një firmë me më pak se 10 persona të punësuar, e cila ka një shifër afarizmi ose bilanc total vjetor jo më të madh se 10 milionë lekë. Firma e mesme konsiderohet një firmë me 50 persona të punësuar deri në 249 persona të punësuar, e cila ka një shifër afarizmi ose një bilanc total vjetor nga 50 milionë lekë deri në 250 milionë lekë. Për qëllime statistikore, në këtë publikim të dhënave sipas INSTAT, klasifikimi i firmave sipas madhësisë është bërë sipas numrit mesatar të punësuarve gjithsej: Mikro firma, firmat me 1 deri 9 të punësuar mesatar gjithsej. Firma të vogla, firmat me 10 deri 49 të punësuar mesatar gjithsej. Firma të mesme, firmat me 50 deri 249 të punësuar mesatar gjithsej. Firma të madhe, firmat mbi 250 të punësuar mesatar gjithsej.

Në tabelën 9 tek shtojca B, paraqitet struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri dhe BE për vitin 2022. Tre treguesit kryesorë të SME-ve në Shqipëri, krahasuar me BE-në janë: përqindja e SME-ve është 99,8 %, i njëjtë me BE-në, përqindja e të punësuarve në këtë grup firmash është 82,1 % në Shqipëri nga 64,4 % në BE, vlera e shtuar e realizuar nga SME-të në Shqipëri përbën 78,4 % nga 51,8 % në BE. Pra, të gjitha firmat mund të klasifikohen si SME dhe në bazë të Planit Strategjik

²⁸ Nese i refererohemi kursit mesatar të këmbimit aktual të periudhës përgjatë studimit 119.39 lekë /euro, burimi B.SH.

²⁹ Nese i refererohemi kursit mesatar të këmbimit aktual të periudhës përgjate studimit 119.39 lekë /euro, burimi B.SH.

për Zhvillimin e SME-ve 2007-2013³⁰, dhe INSTAT (2022), ku afërsisht 99.8% e bizneseve shqiptare mund të klasifikohen për qëllime statistikore si SME duke patur një ndikim të madh në GDP-në të vendit tonë, në punësim me 82.1%, dhe në vlerë të shtuar me 78.4% në vitin 2022. Padyshim që sektori i SME-ve ka një kontribut të patjetërsueshëm në këtë proces. Kontributi i sektorit SME-ve vlerësohet se siguron rreth 64% në GDP-në si dhe punësimin me rreth 66% e të punësuarve në sektorin privat.³¹

Pra, si konkluzion ky seksion paraqet një përshkrim të plotë të procesit të mbledhjes së të dhënave për studimin, duke detajuar burimet e përdorura, kriteret e përzgjedhjes si dhe strukturën e kampionit. Firmat e përfshira janë klasifikuar sipas sektorit të aktivitetit dhe madhësisë, me ndarje kryesore midis firmave tregtare dhe jo-tregtare.

4.3 Matja e variablave

Ky seksion paraqet teknikat për matjen e levës financiare përmes variablave të varur: borxhi total, afatgjatë dhe afatshkurtër, si tregues të strukturës së kapitalit. Më tej, trajtohet vlerësimi i variablave të pavarur, me përshkrim të detajuar të tyre dhe ndikimit të pritshëm në strukturën e kapitalit përmes modeleve të regresionit.

4.3.1 Matja e strukturës së kapitalit

Ky seksion paraqet analizën dhe metodat e matjes së strukturës së kapitalit, duke u bazuar në qasjet teorike të autorëve si (Frank & Goyal, 2009) dhe (Rajan & Zingales, 1995). Analiza fokusohet në firmat në Tiranë, përmes tre treguesve të levës financiare: borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër.

Literatura moderne dhe kërkimi empirik ofrojnë masa të shumta potencialisht të rëndësishme për të identifikuar elementët që ndikojnë në vendimet e strukturës së kapitalit, meqenëse masa "optimale" e levës varet shumë nga objektivi i analizës dhe konteksti i studimit. Kështu që, sipas Rajan dhe Zingales (1995, p. 7) *“Është e përshtatshme të përcaktohet fillimisht se çfarë nënkuptohet me termin levë përpara se të ndërmerret ndonjë studim i levës, duke pasur parasysh diferencat në përbërjen e detyrimeve”*. Në mënyrë interesante, një ose më shumë nga raportet e mëposhtme përdoren në literaturën e autorëve (Rajan & Zingales, 1995; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2003, 2009) si p.sh: (1) borxhi total ndaj aktiveve totale; (2) borxhi total ndaj aktiveve neto; (3) borxhi total ndaj kapitalit; dhe (4) raporti i mbulimit të interesit. Shumica e kërkimeve empirike ndjekin një nga dy qasjet kryesore: ose raportin e borxhit total ndaj aktiveve totale (Ozkan, 2001; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2009) ose raportin e borxhit total ndaj kapitalit (Titman & Wessels, 1988; Bevan & Danbolt, 2000; La Rocca et al., 2011), duke argumentuar në thelb se kjo përshkruan vendimet e strukturës së kapitalit në mënyrë optimale. *“Është e qartë se objektivi i analizës përcakton shtrirjen e levës dhe mënyrën se si matet ajo”* (Rajan & Zingales, 1995, p. 1427).

Katër përkufizime alternative të levës, duke përfshirë matjet e tregut dhe ato kontabël, u aplikuan në studimin empirik të Frank dhe Goyal (2009). Këto përkufizime përfshinin

³⁰ Ministria e Energjisë, Transportit dhe Ekonomisë së Shqipërisë, 2007

³¹ Strategjia Sektoriale e Punësimit 2007 – 2013, Ministria e punës, çështjeve sociale dhe shanseve të barabarta

raportet e totalit të borxhit ndaj vlerës së tregut të aktiveve (TDM), totalit të borxhit ndaj vlerës kontabël të aktiveve (TDA), borxhit afatgjatë ndaj vlerës së tregut të aktiveve (LDM) dhe borxhit afatgjatë ndaj vlerës kontabël të aktiveve (LDA). Nga ana tjetër, raportet e borxhit afatshkurtër, borxhit afatgjatë dhe borxhit total u përdorën në kërkimet e kryera nga Saeedi dhe Mahmoodi (2011) dhe Prahalathan (2010) mbi 31 firma të listuara të sektorit të prodhimit në Sri Lanka. Dallimi i parë në përkufizimin e levës financiare është nëse një firma e mat dhe strukturon kapitalin e saj duke përdorur borxhin afatshkurtër, afatgjatë ose total. Si rezultat, kërkimet e kryera në vendet e zhvilluara janë përqendruar kryesisht në raportin e totalit të borxhit ose në raportin e borxhit afatgjatë, të cilat janë përdorur edhe nga Frank dhe Goyal (2009), Rajan dhe Zingales (1995), dhe Ross et al., (2002). Shpjegimi kryesor është se tregjet financiare në vendet ku këta autorë kanë zhvilluar studimet janë mjaft aktive dhe firmat atje janë mjaft të mëdha për të emetuar tituj borxhi. Ndërkohe e kundërta ndodh në Shqipëri ku tregjet nuk janë aktive dhe firmat nuk janë mjaft të mëdha për të emetuar tituj borxhi. Megjithatë, firmat preferojnë të përdorin si borxhin afatshkurtër ashtu edhe atë afatgjatë për të financuar operacionet e tyre në vendet në zhvillim ose në vendet me tregje financiare më pak të zhvilluara (Pandey, 2002). Në këtë studim do të përdorim tre mates të strukturës së borxhit (levës financiare): borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër. Për këtë arsye në tabelën 10 tek shtojca C, është paraqitur përkufizimi i variablave me matësit për borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër dhe referencat teorike.

Ndërsa dallimi i dytë konsiston në përdorimin e vlerës kontabël të borxhit (matur nga vlera kontabel së borxhit pjesëtuar me vlerën kontabel së totalit të aktiveve), apo vlerës së tregut të borxhit (matur nga vlera borxhit ndaj vlerës së tregut të aktiveve). Hulumtimet e vjetra empirike favorizojnë kryesisht matjet kontabël të borxhit, duke argumentuar se ai përfaqëson vlerat e sakta të bazës së aktiveve në rast likuidimi të firmës. Hulumtimet më të reja, nga ana tjetër, tentojnë të favorizojnë masat e tregut për shkak se firmat rregullojnë kryesisht strukturën e tyre të kapitalit bazuar në suksesin aktual dhe të ardhshëm në vend të atij të së shkuarës (Baker & Martin, 2011).

Pra, si konkluzion, siç evidentohet nga rishikimi i literaturës, nuk ekziston një përkufizim unik për matjen e levës financiare apo strukturës së kapitalit. Në këtë studim, në përputhje me punimet e Ozkan (2001), Antoniou et al., (2002, 2008), dhe Frank dhe Goyal (2009), për shkak të mungesës së të dhënave të tregut në Shqipëri, përdoret vlera kontabël e borxhit. Duke ndjekur qasjet e Frank dhe Goyal (2009), Rajan dhe Zingales (1995) dhe Ross et al., (2002), leva financiare matet në tre mënyra: raporti i borxhit total (BT), raporti i borxhit afatgjatë (BAGJ) dhe raporti i borxhit afatshkurtër (BASH) ndaj totalit të aktiveve.

4.3.2 Matja e variablave të pavarur

Pas analizës së matësve të strukturës së borxhit, ky seksion vijon me vlerësimin e faktorëve që mendohet se ndikojnë në mënyrë domethënëse mbi të. Variablat e pavarura janë ndarë në dy nivele, bazuar në literaturën empirike ekzistuese (Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2003, 2009). Faktorët e nivelit 1-rë përfaqësojnë faktorët kryesorë dhe më të pranuar, të mbështetur gjerësisht në studime të mëparshme. Ndërsa faktorët e nivelit 2-të kanë rëndësi dytësore, janë më teorikë dhe më pak të testuar në aspektin empirik, duke qenë objekt i analizës nga një numër më i kufizuar studiuesish.

Faktorët e Nivelit 1-rë:

4.3.2.1. Performanca

Një kriter i zakonshëm për vlerësimin e efikasitetit financiar të një firme është performanca. Performanca, e cila siguron një tregues lehtësisht të krahasueshëm, shqyrton suksesin financiar të një firme në lidhje me madhësinë e saj në vend të një shume absolute veçmas. Teoria (TOT) tregon se firmat me fitueshmëri më të lartë inkurajohen të përdorin me shume borxhin për të përfituar plotësisht nga lehtësitë tatimore të interesit të borxhit të marrë. Përveç kësaj, për shkak se kanë më shumë flukse të lira të disponueshme, firma më fitimprurëse janë gjithashtu subjekt i kostove të reduktuara të vështirësive financiare që mund të hasin. Si pasojë, një korrelacion pozitiv midis borxhit dhe performancës është parashikuar nga teoria (TOT). Nga ana tjetër, teoria (POT) argumenton se firmat më fitimprurëse kanë qasje më të lehtë në fitimet e mbajtura, gjë që i inkurajon ato të përdorin financimin e brendshëm në vend të atij të jashtëm. Prandaj, teoria (POT) parashikon një lidhje negative midis borxhit dhe performancës. Titman dhe Wessels (1988), Rajan dhe Zingales (1995), Bevan dhe Danbolt (2000), Antoniou et al., (2002, 2008), Frank dhe Goyal (2003, 2009), La Rocca et al., (2011), dhe de Jong et al., (2008), vunë re këtë lidhje negative në një mënyrë të ngjashme në studimet e tyre, ashtu siç është paraqitur në tabelën 4.8, tek shtojcat. Duke u bazuar në studimet e mëparshme, në këtë studim performanca është përcaktuar si raporti i fitimit neto para interesave dhe taksave (EBIT) ndaj totalit të aktiveve (ROA) dhe raportit të fitimit neto para interesave dhe taksave (EBIT) ndaj totalit të kapitalit (ROE).

4.3.2.2. Trupëzimi i aktiveve

Termi "trupëzim i aktiveve" përshkruan formën fizike dhe vlerën e kufizuar monetare të një objekti. Duke shërbyer si kolateral, aktivet e prekshme shpesh u ofrojnë kreditorëve siguri gjatë periudhave të vështirësive financiare. Prandaj, prekshmëria më e madhe e aktiveve zakonisht ul rrezikun e borxhit duke rritur sigurinë dhe duke ulur shpenzimet e lidhura me vështirësitë financiare, si pasojë përmirësimin e gatishmërisë së kreditorëve për të ofruar lehtësisht financim për firmën. Prandaj, një lidhje pozitive midis borxhit dhe trupëzimit të aktiveve është parashikuar nga teoria (TOT). Ndërsa një lidhje negative është parashikuar sipas teorisë (POT). Sipas Harris dhe Raviv (1991), asimetria më e vogël e informacionit do të ulë koston e kapitalit vetjak, gjë që do të ulë kështu shumën e borxhit. Frank dhe Goyal (2009) argumentojnë se një korrelacion pozitiv midis trupëzimit të aktiveve dhe borxhit është i pritshëm kur merren parasysh kostot e përzgjedhjes së pafavorshme. Megjithatë, hulumtimet empirike gjetën një korrelacion pozitiv midis borxhit dhe trupëzimit të aktiveve, kjo në përputhje me parashikimet e teorisë (TOT) dhe argumentet e Frank dhe Goyal (2009, 2003), Rajan dhe Zingales (1995), Bevan dhe Danbolt (2000), de Jong et al., (2008), Antoniou et al., (2002, 2008), dhe La Rocca et al., (2011). Në përputhje me literaturën e (Rajan & Zingales, 1995; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2003, 2009; de Jong et al., 2008; La Rocca et al., 2011) në këtë studim trupëzimi i aktiveve do të matet si raporti i aktiveve fikse mbi totalin e aktiveve.

4.3.2.3. Likuiditeti i firmës

Aftësia e një firme për të kthyer në mënyrë efektive në një kohë relativisht të shkurtër një aktiv në para pa kompromentuar vlerën e tij të tregut njihet ndryshe si likuiditeti i firmës. Si i tillë, një tregues shumë i rëndësishëm, ai tregon lehtësinë me të cilën një firma mund të përmbushë detyrimet e saj të menjëhershme (afatshkurtër) në rast të vështirësive financiare ose të ardhurave të pamjaftueshme. Sipas teorisë (POT), likuiditeti ka një efekt të kundërt në nivelet e borxhit. Kur fitimet e mbajtura janë të pakta, firmat me aktive lehtësisht të konvertueshme mund të përdorin të ardhurat nga këto likuidime për të financuar investime të reja, duke favorizuar financimin e brendshëm ndaj atij të jashtëm (Morellec, 2001). Megjithatë, teoria statike (TOT) pohon se një ulje e likuiditetit rrit mundësinë që firmat të mos jenë në gjendje të paguajnë borxhet e tyre afatshkurtra, për këtë arsye parashikon një marrëdhënie pozitive midis borxhit dhe likuiditetit. Me fjalë të tjera, kur rritet likuiditeti, bien gjasat për mospagim ose risku për falimentin zvogëlohet, duke e bërë borxhin më të aksesueshëm. Hulumtimet empirike gjejnë një lidhje negative në përputhje me teorinë (POT) (Ozkan, 2001; Antoniou et al., 2002, 2008; de Jong et al., 2008). Duke ndjekur studimet e Ozkan (2001), Antoniou et al., (2002, 2008), de Jong et al., (2008) Sogorb-Mira dhe LopezGracia (2003) dhe Shahjahanpour et al., (2010) 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.

4.3.2.4. Madhësia e firmës

Firmat më të mëdha zakonisht lidhen me rrezik më të ulët të vështirësive financiare, me kosto më të ulëta të agjencisë të lidhura me borxhin, më shumë transparencë operacionale dhe për rrjedhojë me informacion më të ulët asimetric. Si rezultat, madhësia e firmës mund të shërbejë si një zëvendësues për transparencën operacionale dhe rrezikun e vështirësive financiare. Natyrisht, këto marrëdhënie mund të rezultojnë në kosto më të ulëta të borxhit dhe të kapitalit vetjak. Për më tepër, firma më të mëdha shpesh lidhen me paqëndrueshmëri të ulët të të ardhurave dhe çështje të tjera të lidhura me flukset e parasë (La Rocca et al., 2011). Teoria (POT) parashikon që firma e mëdha do të përdorin më shumë fitime të mbajtura dhe më pak borxhe në përgjigje të këtij argumenti, pra një marrëdhënie negative pritët të jetë. Megjithatë, teoria (TOT) parashikon një marrëdhënie pozitive. Firmat e mëdha duhet të presin që kostoja e borxhit për ta të jetë relativisht e ulët, kjo për shkak të rrezikut më të ulët të vështirësive financiare, paqëndrueshmërisë më të ulët të ardhurave, vlerësimit më të lartë të kreditit në tregjet e borxhit që ato përfaqësojnë dhe duke treguar garanci më të mëdha kundrejt aktoreve të ndryshëm institucionale. Kjo do t'u mundësojë firmave të mëdha të përfitojnë plotësisht nga përfitimet tatimore të interesit nga borxhi. Sipas kësaj teorie, ndërsa një firmë bëhet dukshëm më e madhe, nivelet e saj të borxhit duhet të rriten dhe gjasat e saj për krizë financiare nga luhatja e ardhurave gjithashtu duhet të zvogëlohen. Shumica e studimeve empirike (Fischer et al., 1989; Rajan & Zingales, 1995; Bevan & Danbolt, 2000; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2003; de Jong et al., 2008; La Rocca et al., 2011) gjetën prova në favor të teorisë (TOT). Megjithatë, Titman dhe Wessels (1988) gjetën prova në favor të teorisë (POT), e cila tregon që nivelet e borxhit janë negativisht të lidhura me madhësinë. Për të përcaktuar efektet e madhësisë së firmës mbi levën financiare, disa studiues kanë përdorur logaritmin natyror të shitjeve

(Titman & Wessels, 1988; Mehran, 1992; Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2003; Drobetz & Fix, 2003; Drobetz et al., 2007). Të tjerë, nga ana tjetër, kanë përdorur logaritmin natyror të totalit të aktiveve (Titman & Wessels, 1988; Mehran, 1992). Bazuar në studimet empirike të Frank dhe Goyal (2003, 2009) dhe La Rocca et al. (2011), në këtë studim madhësia e biznesit është matur përmes logaritmit natyror të vlerës së aktiveve totale. Për shkak se në disa raste të ardhurat nga shitjet janë raportuar me vlera zero ne pasqyrat financiare, gjë që e pengon transformimin e tyre përmes logaritmit natyror të shitjeve gjatë ndërtimit të panelit të të dhënave, ky tregues është përjashtuar nga analiza për të shmangur shtrembërimin e rezultateve.

4.3.2.5. Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh

Firmat përdorin përfitimet tatimore për të reduktuar tatimin nga të ardhurat e tyre, kjo për efekt të tatimit fitimit fiskal. Në veçanti, teoria (TOT) parashikon që firma do të marrin më shumë borxh në përpjekje për të maksimizuar avantazhet e përfitimeve tatimore duke ulur pagesat e tyre të tatimeve. Megjithatë, në këtë studim do të përdorim përfitimet tatimore nga shpenzimet jo borxh (si p.sh. shpenzimet e amortizimit dhe zhvlerësimit) për të vërejtur ndikimin e përfitimeve tatimore në strukturën e borxhit, kjo vjen për shkak të vështirësive në matjen e përfitimeve tatimore nga shpenzimet e interesit duke mos pasur një informacion të saktë mbi koston e borxhit të firmave. Gjithashtu firma mund të krijojnë përfitime tatimore edhe përmes përdorimit të përparësive nga humbjet neto operative, shpenzimet e amortizimit dhe zhvlerësimit, përveç opsionit të borxhit. Në veçanti, DeAngelo dhe Masulis (1980) shprehen se këto zbritje tatimore jo - borxh zëvendësojnë përfitimet tatimore të borxhit. Ata gjithashtu tregojnë se firmat me përfitime tatimore nga shpenzimet jo të borxhit të mëdha mund të mos jenë në gjendje të përfitojnë plotësisht nga përfitimet tatimore të borxhit. Si rezultat, argumenti i teorisë (TOT) sugjeron që leva dhe përfitimet tatimore nga shpenzimet jo të borxhit kanë marrëdhënie negative dhe që firmat me përfitime tatimore jo të borxhit më të larta do të përdorin më pak borxh për të përfutur plotësisht nga përfitimet tatimore. Nga ana tjetër, shumica e literaturës (Bradley et al., 1984; Antoniou et al., 2002, 2008; Frank & Goyal, 2009) vërejtën një lidhje pozitive. Kjo mund të jetë sepse përfitimet tatimore jo të borxhit janë një zëvendësues i mundshëm për trupëzimin e aktiveve. Megjithatë, Frank dhe Goyal (2003) gjetën një korrelacion negativ, i cili është në përputhje me teorinë (TOT) të DeAngelo dhe Masulis (1980). Duke ndjekur studimet e DeAngelo dhe Masulis (1980) Deesomsak et al., (2004), Song dhe Philippatos (2004) dhe Dincergok dhe Yalciner (2011), përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh do të matet përmes raportit të shpenzimeve të amortizimit dhe zhvlerësimit ndaj vlerës të totalit të aktivitetit.

4.3.2.6. Borxhi me një periudhë të vonuar

Raporti i borxhit të vonuar me një periudhë përdoret shpesh në kërkimin e strukturës së kapitalit për të hetuar mënyrat se si vendimet e mëparshme për borxhin ndikojnë në vendimet e tanishme ose të ardhshme të strukturës së kapitalit. Sipas Miller (1977), Al-Najjar (2015), Correa et al., (2010), raportet e borxhit të vonuar me një periudhë dhe vendimet e ardhshme për borxhin mbështeten empirikisht në mënyrë pozitive nga një numër hulumtimesh, të cilat tregojnë se borxhi i kaluar ka tendencë të parashikojë ose të ndikojë në mënyrë pozitive në sjelljen e huamarrjes në të ardhmen. Këto studime ofrojnë mbështetje empirikisht të fortë për idenë se raportet e borxhit të vonuar nga e kaluara zakonisht ndikojnë në zgjedhjet e strukturës së kapitalit në të ardhmen. Firma

që kanë një histori të mbështetjes në borxh janë më të prirura të mbajnë ose të rrisin në mënyrë të pakët nivelin e levës financiare në të ardhmen. Kjo qëndrueshmëri shpesh i atribuohet faktorëve të tillë si stabiliteti i strukturave financiare, dëshira për të ruajtur raportet e synuara të levës dhe përfitimet që lidhen me financimin përmes borxhit Flannery dhe Rangan (2006), DeAngelo dhe Stulz (2004), Denis dhe Mihov (2003).

Faktorët e Nivelit 2-të:

4.3.2.7. Fleksibiliteti financiar

Studimet e kohëve të fundit kanë shqyrtuar këtë variabël si një nga faktorët specifikë që influencojnë strukturën e kapitalit të një firme. Raporti i totalit të letrave me vlerë të tregtueshme dhe parave të disponueshme ndaj totalit të aktiveve korente përdoret zakonisht për të llogaritur fleksibilitetin financiar (Chen & Jiang, 2001). Firmat e përfshira në kampion në qarkun e Tiranës nuk posedojnë letra me vlerë të tregtueshme për shitje në vazhdim, kështu që raporti i mjeteve monetare ndaj aktiveve korente do të shërbejë si treguesi i vetëm i fleksibilitetit financiar. Nga ana tjetër, shumica e literaturës vërejtën një lidhje negative ndërmjet fleksibilitetit financiar dhe borxhit (Myers, 1984).

4.3.2.8. Mundësitë e rritjes

Niveli i mundësisë së rritjes dhe levës së bizneseve duhet të jenë në korrelacion pozitiv sipas teorisë (POT) (Correa et al., 2010). Kjo për shkak se firma me ritme të shpejta rritjeje - të cilat kërkojnë burime më shumë se sa mund të prodhojnë - kanë tendencë të kërkojnë më tepër nga këto burime për rritjen e mëtejshme. Megjithatë, Myers (1977) vë në dyshim se firma me zgjerim të shpejtë mund të mos përfitojnë maksimumin nga investimet e tyre, duke bërë që kreditorët të ndihen më të rezervuar për të ofruar kredi afatgjatë për to. Gjithashtu, potenciali i rritjes mund të shihet si një pasuri e padukshme që nuk mund të vendoset si kolateral për borxhet, siç është theksuar nga Titman dhe Wessels, (1988). Si rezultat, vetëm këto firma do të jenë në gjendje të përdorin borxhin, çka implikon se firmat në rritje duhet të kenë më pak borxh. Përveç kësaj, firma që përfitojnë rritje të shpejtë duhet të kryejnë vazhdimisht investime të reja, dhe është shumë e kushtueshme të refuzohen investimet për shkak të mungesës së burimeve. Për shkak të kësaj, firma zakonisht mbajnë më pak levë që të mund të përfitojnë nga çdo mundësi të re që do të paraqitet. Si rezultat, ekzistojnë arsyetime teorike për të dy marrëdhëniet pozitive dhe negative mes nivelit të levës dhe mundësisë së rritjes. Parashikimet e teorisë (TOT) dhe gjetjet e studimeve të Gaud et al., (2005), dhe Famá dhe Kayo (1997), zbuluan një marrëdhënie negative mes mundësisë së rritjes dhe nivelit të levës. Bazuar në teorinë (POT) dhe gjetjet e studimeve të Correa et al., (2010), Michaelas et al., (1999), Dergyese et al., (2010), Forte et al., (2013), Hall et al., (2004), López Gracia dhe Sogorb Mira (2008), ndër të tjerë presim një marrëdhënie pozitive ndërmjet mundësisë së rritjes dhe nivelit të levës.

4.3.2.9. Moshë e firmës

Një tregues i zakonshëm i pjekurisë së një firme është moshë. Kjo specifikisht ofron të dhëna mbi reputacionin e firmës, maturinë e saj, sasinë e informacionit, transparencën dhe fazën aktuale në ciklin e saj të jetës (Diamond, 1991; Petersen & Rajan, 1994; La Rocca et al., 2011). Sipas Diamond (1991), marrja e kredive relativisht të lira ndikohet

në mënyrë të konsiderueshme nga reputacioni që ka ndërtuar firma gjatë veprimtarisë së saj ndër vite. Përveç kësaj, mosha tregon nivele më të ulëta të informacionit asimetrik si dhe afërsinë dhe stabilitetin financiar, duke treguar një risk të ulët afatgjatë të vështirësive financiare (La Rocca et al., 2011). Gjithashtu, teoria (POT) parashikon që firmat më të vjetra përdorin fitimet e pashpërndara përpara borxhit dhe kapitalit, duke ulur kështu nivelet e borxhit. Sipas La Rocca et al., (2011), borxhi është më pak i zakonshëm në fazën fillestare për shkak të rritjes së rrezikut financiar dhe uljes së transparencës. Ata gjithashtu përmendin se firma gradualisht fillon të përdori më shumë borxh në mënyrë të vazhdueshme, nga një moshë e re në atë mesatare. Nga ana tjetër, teoria (TOT) argumenton se sa më shumë që firmat vjetërsohen, ato tregojnë stabilitet financiar duke pasur gjithashtu një rrezik më të ulët të financiar dhe si pasojë vlerësime më të larta të kredisë me kosto sa me të ulët. Si rezultat, ato do të përdorin më shumë borxh për të përfituar plotësisht nga përfitimet tatimore të shpenzimeve të interesit, dhe për këtë arsye ajo parashikon një korrelacion pozitiv ndërmjet moshës dhe nivelit të levës financiare. Njëkohësisht, studimet empirike të (Frank & Goyal, 2009; La Rocca et al., 2011) vërtetojnë parashikimet e teorisë (TOT) duke treguar një marrëdhënie pozitive ndërmjet moshës dhe nivelit të levës. Logaritmi natyror i numrit total të viteve që nga themelimi i firmës deri në vitin përkatës referuar studimit përdoret për të llogaritur moshën e firmës. Bazuar në teorinë (POT) dhe gjetjet e studimeve të, La Rocca et al., (2011), Serrasqueiro dhe Nunes (2012), Hall et al. (2004), Abor (2007), Yazdanfar dhe Öhman (2016), ne presim një marrëdhënie negative ndërmjet moshës së firmës dhe nivelit të levës.

Pra, si konkluzion seksioni ofron një përmbledhje të parashikimeve teorike dhe gjetjeve nga kërkimet empirike të mëparshme. Tabela 11 në shtojcë paraqet kodifikimin, përkufizimin dhe matësit e variablave, si dhe marrëdhëniet e pritshme me borxhin total, afatgjatë dhe afatshkurtër. Ndërkohë, Tabela 12 ofron një përmbledhje të rezultateve empirike, duke renditur evidencat pozitive dhe negative sipas autorëve përkatës në raport me variablat e pavarur. Për një pasqyrë të plotë të variablave dhe formulave të përdorura, referenca shtesë gjendet në të njëjtën shtojcë.

4.4 Hipotezat e studimit

Ky seksion paraqet hipotezat e formuluar për t'iu përgjigjur pyetjes kërkimore të studimit dhe nën pyetjeve. Çdo hipotezë diskutohet në mënyrë të veçantë, në përputhje me kuadrin teorik të trajtuar më herët, me synimin për të sqaruar nëse rezultatet empirike mbështesin apo kundërshtojnë teoritë përkatëse. Gjithashtu, seksioni ndërton dhe teston hipotezat mbi bazën e një përmbledhjeje të literaturës teorike dhe evidencave empirike, të cilat reflektojnë marrëdhënie pozitive ose negative ndërmjet variablave të pavarur. Ky studim formulon hipoteza specifike për të vlerësuar ndikimin e variablave të caktuar në përzgjedhjen e strukturës së kapitalit të firmës. Rezultatet empirike do të shërbejnë për të mbështetur ose kundërshtuar këto hipoteza. Duke qenë se shenjat dhe drejtimit e pritshme të koeficientëve të regresionit janë të paracaktuara, testimi realizohet përmes hipotezave njëkahëshe. Për ilustrim, nëse për variablin ROA hipoteza zero është $H_0: \beta_1 \leq 0$, atëherë hipoteza alternative do të jetë $H_1: \beta_1 > 0$. I njëjti parim aplikohet për të gjithë variablat e përfshira në analizë (Gujarati, 2004).

Hipoteza 1: Performanca

Për shkak të asimetrive të informacionit midis aktorëve në brendësi të biznesit dhe jashtë tij, informacioni asimetrik ofron një kornizë teorike shtesë për përcaktimin e strukturës së kapitalit, kryesisht përmes hipotezës së rendit të zgjedhjes. Në veçanti, borxhi qëndron në një pozicion të ndërmjetëm ndërsa fondet e brendshme nuk kanë kosto informacioni, të cilat janë veçanërisht të shtrenjta kur emetohet kapital i ri. Performanca dhe borxhi sipas (POT) pritet të jenë negativisht të ndërlidhura (Booth et al., 2001; Maksimovic, 2001; Frank & Goyal, 2009; Rajan & Zingales, 1995). Kjo teori është veçanërisht e përshtatshme për SME-të dhe vendet në zhvillim (Ang, 1991; Holmes & Kent, 1991; Watson & Wilson, 2002) për disa arsye. Së pari, sipas Psillaki (1995) krahasuar me firmat e mëdha, ku asimetria e informacionit është e reduktuar, këto firma kanë kosto të larta informacioni pasi ato janë shpesh jo transparente dhe kanë çështje të rëndësishme të përzgjedhjes se pafavorshme që mund të përshkruhen nga racionimi i kredisë. Për më tepër, pronarët e SME-ve zakonisht kanë një qëllim në mendje: të minimizojnë ndërhyrjen e jashtme në firmën e tyre dhe të shmangin disiplinën që vjen me përdorimin e burimeve të financimit përveç fondeve të tyre. Për këtë arsye, zgjedhja e parë për financim do të jenë fondet e brendshme. Në rast se financat e brendshme janë të pamjaftueshme, SME-të do të preferojnë borxhin ndaj emetimit të kapitalit të ri kryesisht sepse borxhi nënkupton më pak ndërhyrje dhe, kryesisht, më pak rrezik për humbjen e kontrollit dhe vendimmarrjes në mbledhjet e asamblesë. Ka prova të forta empirike që sugjerojnë se ata marrin vendime financiare në një mënyrë hierarkike, duke favorizuar borxhin mbi kapitalin dhe financimin e brendshëm mbi atë të jashtëm (Daskalakis & Psillaki, 2008, 2009, Michaelas et al., 1999).

Shumë studime kanë përdorur një sërë teknikash për të matur performancën e një firme, duke përfshirë treguesit e tregut si q-Tobin, matjet kontabël si ROA dhe ROE, dhe raportin e vlerës së tregut ndaj vlerës kontabël të kapitalit (Zeitun & Tian 2007; Onalapo & Kajola 2010; Saeedi & Mahmoodi 2011; Abu-Rub, 2012). Megjithatë, në këtë studim performanca është përcaktuar vetëm duke përdorur kthimin mbi kapitalin (ROE) dhe kthimin mbi aktivet (ROA). Kemi ndërmarrë këtë veprim sepse nuk jemi në gjendje të përdorim treguesit e tregut në Shqipëri për shkak të mungesës së tregjeve financiare aktive në të cilën mund të vlerësojmë saktë vlerat e tregut. Teoria (TOT) parashikon një lidhje pozitive midis levës dhe performancës, ndërsa teoria (POT) ofron një lidhje negative. Leva dhe performanca janë negativisht të ndërlidhura, edhe sipas studimeve nga Bevan dhe Danbolt (2002), Huang dhe Song (2002), Scaramozzino dhe Harris (2003), Ramalho dhe Silva (2006), Saeed (2007), Correa et al., (2010), Basso dhe Nakamura (2007), në këtë studim presim një lidhje negative ndërmjet levës dhe performancës.

H1o/a: ROA-ja nuk është e lidhur negativisht me borxhin total BT

H1a/a: ROA-ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT

H1o/b: ROE-ja nuk është e lidhur negativisht me borxhin total BT

H1a/b: ROE-ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT

Hipoteza 2: Trupëzimi i aktiveve

Siç është thënë më parë, SME-të kanë karakteristika unike që duhet të merren parasysh. Për shembull, duke qenë se menaxherët janë pothuajse me siguri gjithashtu edhe pronarët e SME-ve, nuk ka ose ka shumë pak kosto agjencie të lidhura me kapitalin.

Megjithatë, për shkak se ka një sasi të konsiderueshme të informacionit asimetrik midis huadhënësve dhe aksionarëve (Ang, 1992; Van der Wijst, 1989), huadhënësit mund të kërkojnë garanci shtesë të kolateralizuar, gjë që mund të rezultojë në kosto të konsiderueshme agjencie për borxhin (Frank & Goyal, 2009; Harris & Raviv, 1990; Scott, 1977). Nga kjo rrjedh që firmat me aktive fizike duhet të jenë në gjendje të marrin më lehtë financim me borxh dhe të kenë raporte më të larta të borxhit si rezultat. Megjithatë, për shkak se SME-të që përdorin sasi të mëdha të aktiveve të prekshme mund të lidhen me një burim të qëndrueshëm të ardhurave të gjeneruara brenda. Hall et al., (2004) dhe Sogorb-Mira (2005) gjejnë një marrëdhënie negative midis borxhit afatshkurtër dhe nivelit të aktive të prekshme dhe një marrëdhënie pozitive midis borxhit afatgjatë dhe aktive të prekshme. Në këtë studim pritet një marrëdhënie pozitive ndërmjet trupëzimit të aktive dhe levës.

H2o: Trupëzimi i aktiveve nuk është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT

H2a: Trupëzimi i aktiveve është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT

Hipoteza 3: Likuiditeti i firmës

Raporti i likuiditetit tregon se sa mirë mund të investojë një firma përveç mbulimit të detyrimeve dhe shpenzimeve të saj aktuale. Sipas teorisë (POT), firmat me likuiditet të lartë duhet të kenë më pak borxhe (Deesomsak et al., 2004; Proença et al., 2014) sepse ato mund të mbështeten më pak në kapitalin me borxhe për shkak të disponueshmërisë më të madhe të burimeve financiare në formën e likuiditetit të krijuar nga fitimet e mbajtura ndër vite (De Jong et al., 2011). Ndërsa teoria (TOT) thotë se firmat me likuiditet më të lartë duhet të marrin më shumë borxhe pasi ato mund të paguajnë me shumë borxhet e tyre sipas planit. Për më tepër, Jensen (1986) argumenton se përdorimi i borxhit shmang problemet e agjencisë, veçanërisht për firma me likuiditet të fortë, por me norma të ngadalta rritjeje. Nga ana tjetër, teoria (POT) parashikon një lidhje negative midis borxhit dhe likuiditetit, pasi firmat me likuiditet më të lartë duhet të përdorin të ardhurat e tyre të gjeneruara brenda firmës në vend që të marrin borxh. Teoria (POT) zakonisht vërtetohet nga kërkimet empirike, të cilat gjithashtu tregojnë një lidhje të kundërt midis borxhit dhe likuiditetit (Deesomsak et al., 2004; Mazur, 2007; Viviani, 2008). Në këtë studim sipas teorisë (POT) pritet një marrëdhënie negative ndërmjet likuiditetit të firmës dhe levës.

H3o: Likuiditeti nuk është i lidhur negativisht me borxhin total BT

H3a: Likuiditeti është i lidhur negativisht me borxhin total BT

Hipoteza 4: Madhësia e firmës

Fakti që firma më të mëdha janë më të diversifikuara dhe që parashikohet të shpallin më rrallë falimentim sesa ato më të vogla, kjo na tregon që madhësia e firmës është gjithmonë një faktor i rëndësishëm për tu marrë në konsideratë (Frank & Goyal, 2009; Pettit & Singer, 1985). Kjo pasi firmat e mëdha shpesh kanë më shumë diversifikim se firmat e vogla, duhet të kenë më pak mundësi për probleme financiare dhe më pak luhataje në flukset e tyre të parasë. Si rezultat, madhësia e firmës dhe probabiliteti i falimentimit duhet të jenë negativisht të korreluar (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995). Për shkak të kostove të reduktuara të falimentimit që lidhen me borxhin, firmat e mëdha duhet të kenë një kapacitet më të lartë borxhi sesa firmat e vogla. Për më tepër, konfliktet e interesit midis kreditorëve dhe investitorëve janë më

të rënda në firma më të vogla se sa në ato më të mëdha. Firma më të vogla zakonisht kanë pronësi aksionesh shumë të përqendruar, duke lejuar menaxherët të ndryshojnë projektet më lehtë, edhe kur kjo shkon kundër interesave të kreditorëve. Fleksibiliteti i bizneseve më të vogla rrit kostot e agjencisë (Gaud et al., 2005). Sipas teorisë (TOT), kjo do të thotë se një lidhje pozitive midis borxhit total dhe madhësisë së biznesit pritet të jetë.

H4o: Madhësia e firmës nuk është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT

H4a: Madhësia e firmës është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT

Hipoteza 5: Fleksibiliteti financiar

Borxhi përdoret në strukturën e kapitalit të firmës për të eliminuar konfliktet e agjencisë midis pronarëve dhe menaxherëve, të cilat shkaktohen nga tendenca e menaxherëve për të bërë investime më pak të optimizuara për firmën për shkak të flukseve të lira të parasë dhe jo gjithmonë në interes të pronarëve (Jensen & Meckling, 1976). Kjo vlen vetëm për firma të mëdha, pasi SME-të zakonisht janë të drejtuara nga pronarët si vete menaxher (ose administrator), duke e bërë shumë të pazakontë ndodhjen e konflikteve të agjencisë. Si rezultat, flukset e larta të parasë zakonisht lehtësojnë problemin e financimit me të cilin përballen SME-të (Mateeva et al., 2013). Është zbuluar një lidhje negative midis raporteve të borxhit dhe variablit të fluksit të parasë. Këto gjetje mbështesin përfundimet e Mira dhe Garcia (2003), të cilët pretenduan se teoria (POT) përcakton që firma me gjenerim të më të madh të ardhurave priren të preferojnë përdorimin e fondeve të brendshme në vend të financimit të jashtëm për të financuar investimet e tyre. Në këtë studim pritet një marrëdhënie negative ndërmjet fleksibilitetit financiar dhe levës.

H5o: Fleksibiliteti financiar i firmës nuk është i lidhur negativisht me borxhin total BT

H5a: Fleksibiliteti financiar i firmës është i lidhur negativisht me borxhin total BT

Hipoteza 6: Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh

Përfitimi tatimor janë zbritjet tatimore për kreditë për investime dhe shpenzime amortizimi ndaj të ardhurave për efekt të tatimit fitimit fiskal. Sipas DeAngelo dhe Masulis (1980), një firmë me një përfitim tatimor nga shpenzimet jo - borxh më të mëdha parashikohet të përdorë më pak borxh, duke mbajtur të njëjtat kushte të tjera. Në përgjithësi, edhe hulumtimet empirike mbështesin këtë parashikim. Bradley et al., (1984) ndajnë totalin e shpenzimeve të amortizimit dhe kredive për investime të vitit me totalin e fitimeve të vitit përpara amortizimit, interesit dhe tatimeve. Ata zbulojnë një lidhje pozitive midis përdorimit të borxhit dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet jo borxh. Për ta llogaritur, Wald (1999) përdor raportin e amortizimit ndaj aktiveve totale, ndërsa Chaplinsky dhe Niehaus (1993) përdorin raportin e shpenzimeve të amortizimit plus kredive për investime ndaj aktiveve totale. Përdorimi i borxhit dhe përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh ndodhen të lidhura negativisht në të dy provat. Në këtë studim, përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh matet duke përdorur raportin e shpenzimeve të amortizimit ndaj aktiveve totale dhe pritet një marrëdhënie negative ndërmjet përfitimit tatimor nga shpenzimet jo - borxh dhe levës.

H6o: Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh nuk është i lidhur negativisht me borxhin total BT

H6a: Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh është i lidhur negativisht me borxhin total BT

Hipoteza 7: Mundësitë e rritjes

Një faktor kyç për t'u marrë në konsideratë në përcaktimin e vendimeve për strukturën e kapitalit janë mundësitë e rritjes (Titman & Wessels 1988; Michaelas et al. 1999; Sogorb-Mira 2005). Sipas teorisë (POT), Gomes dhe Leal (2001), argumentojnë se mundësitë e rritjes dhe përdorimi i borxhit të bizneseve duhet të jenë të korreluar pozitivisht. Kjo është për shkak se firma me ritme më të shpejta rritjeje—të cilat kërkojnë më shumë burime sesa ato që mund të prodhojnë—të prirën të kërkojnë jashtë firmës për burimet e nevojshme për zgjerim. Megjithatë, Myers (1977) argumenton se firma që përjetojnë zgjerim të shpejtë mund të mos shfrytëzojnë në maksimum investimet e tyre, duke bërë që huadhënësit të jenë të dyshimtë në lidhje me zgjatjen e huave afatgjata për to. Për më tepër, potenciali i rritjes mund të konsiderohet si një pasuri e padukshme që nuk mund të përdoret si garanci për borxhe, siç është vërejtur nga Titman dhe Wessels (1988). Si rezultat, vetëm këto firma do të ishin në gjendje të përdornin borxhin, që do të thotë se firmat në rritje duhet të kenë më pak borxh. Për këtë arsye, firmat zakonisht mbajnë më pak përdorim borxhi në mënyrë që të përfitojnë nga çdo mundësi e re që mund të shfaqet. Si rezultat, ekzistojnë justifikime teorike për marrëdhëniet pozitive dhe negative midis nivelit të përdorimit të borxhit dhe rritjes. Supozimet e teorisë (TOT) dhe në gjetjet e studimeve të Gaud et al., (2005) dhe Famá dhe Kayo (1997), zbuluan një marrëdhënie negative midis rritjes dhe përdorimit të borxhit. Nisur nga studimet e Gomes dhe Leal (2001), dhe Correa et al., (2000), presim një marrëdhënie pozitive midis mundësisë së rritjes dhe përdorimit të borxhit në përputhje me teorinë (POT).

H7o: Mundësia e rritjes nuk është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT

H7a: Mundësia e rritjes është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT

Hipoteza 8: Moshë e firmës

Sipas teorisë POT, aftësia e një firme për të akumuluar pasuri dhe kërkesa e saj për huamarrje afatshkurtër ose afatgjatë do të ulen ndërsa firma behet më e vjetër. Thënë ndryshe, një firma në fazën fillestare mund të detyrohet të marrë kredi sepse nuk do të ketë pasur kohë për të akumuluar fonde. Si rezultat, moshë është ndoshta e lidhur negativisht me borxhin afatshkurtër dhe atë afatgjatë. Sipas moshës së firmës, struktura e kapitalit të borxhit mund të ndryshojë gjatë kursit të biznesit (Berger & Udell, 1998; Hall et al., 2004; Mac a Bhaird & Lucey, 2011; Yazdanfar & Ödlund, 2010). Teoria (POT) thotë se aftësia e një firme për të shmangur financimin me borxh rritet me moshën e saj, pasi ajo ka pasur më shumë kohë për të akumuluar fitime të mbajtura (Mac a Bhaird & Lucey, 2010, 2014; Myers, 1984). Për më tepër, është treguar që firmat më të reja prirën të kenë më pak borxh afatgjatë (BAGJ) se ato më të vjetra (Serrasqueiro & Nunes, 2012; Yazdanfar & Shman, 2016) dhe që firmat më të reja kanë tendencë të përdorin më shumë borxh afatshkurtër (BASH) në krahasim me ato më të vjetra (Sánchez Vidal & Martin Ugedo, 2005, 2012). Si rezultat, duket se firmat më të vjetra janë më të afta për të marrë borxh afatgjatë (BAGJ), ndërsa ato më të reja janë më të varura nga borxhi afatshkurtër (BASH). Në këtë studim pritet një marrëdhënie negative ndërmjet moshës së firmës dhe levës në përputhje me teorinë (POT).

H8o: Mosha e firmës nuk është e lidhur negativisht me borxhin total BT

H8a: Mosha e firmës është e lidhur negativisht me borxhin total BT

Hipoteza 9: Borxhi me një periudhë të vonuar.

Sipas Miller (1977), Al-Najjar (2015), dhe Correa et al., (2010), raportet e borxhit me një periudhë të vonuar dhe vendimet e ardhshme për borxhin mbështeten empirikisht në mënyrë pozitive nga një numër hulumtimesh, të cilat tregojnë se borxhi i kaluar ka tendencë të parashikojë ose të ndikojë në mënyrë pozitive në sjelljen e huamarrjes në të ardhmen. Këto studime ofrojnë mbështetje empirikisht të fortë për idenë se raportet e borxhit të vonuar nga e kaluara zakonisht ndikojnë në zgjedhjet e strukturës së kapitalit në të ardhmen. Nisur nga kjo në këtë studim pritet një marrëdhënie pozitive ndërmjet borxhit total me një periudhë të vonuar dhe levës.

H9o: Borxhi total me një periudhë të vonuar BT (-1) nuk është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT

H9a: Borxhi total me një periudhë të vonuar BT (-1) është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT

Pra, si konkluzion, ky seksion përshkruan hipotezat e formuluar për të vlerësuar ndikimin e variablave specifike në strukturën e kapitalit të firmave në qarkun e Tiranës. Studimi mbështetet në teorinë POT dhe teorinë TOT, duke i testuar hipotezat përmes metodave empirike. Sipas POT, pritet një lidhje negative midis performancës (ROA, ROE) dhe nivelit të borxhit. Firmat me më shumë aktive të prekshme pritet të kenë më shumë borxh, kjo për shkak të lehtësisë në përdorimin e tyre si kolateral. Firmat me likuiditet të lartë kanë më pak nevojë për huamarrje, duke krijuar një lidhje negative me borxhin sipas (POT). Firmat më të mëdha pritet të kenë më shumë borxh për shkak të rrezikut më të ulët të falimentimit dhe aksesit më të mirë në tregjet financiare. Flukset e larta të parasë ulin nevojën për financim me borxh, duke sugjeruar një marrëdhënie negative. Firmat që përfitojnë nga stimuj tatimorë alternativë pritet të kenë më pak motiv për të përdorur borxhin si mjet për optimizim fiskal. Niveli i borxhit në periudha të mëparshme ka ndikim pozitiv dhe të qëndrueshëm në vendimet e ardhshme për huamarrje, duke sugjeruar një vazhdimësi në sjelljen e firmave ndaj borxhit.

4.5 Specifikimi i modelit

Në vijim të ndërtimit të hipotezave, është e domosdoshme të përcaktohet specifikimi i modelit që do të përdoret për testimin empirik. Ky seksion paraqet modelet ekonometrike të aplikuara, duke filluar me regresionin linear të shumëfishtë (MLR), modelin me efekte të grumbulluara (POLS), modelin me efekte fikse (FEM), modelin me efekte të rastësishme (REM), si dhe metodën e momenteve të përgjithshme (GMM). Për secilin model do të prezantohet ekuacioni përkatës, i cili shërben si bazë për analizën empirike.

4.5.1 Modeli i Regresionit të Shumëfishtë (MLR)

Autor të ndryshëm kanë përdorur modele të shumta të regresionit linear në studimet e tyre empirike për të testuar hipotezat e ngritura (Pahalathan, 2010; Shahjahanpour, 2010). Këta autorë përdorën tre modele ekuacioni regresioni për të testuar raportin e borxhit afatgjatë, borxhit afatshkurtër, dhe borxhit total ndaj variablave të pavarur. Gjetjet e hetimit të Shahjahanpour (2010) janë nxjerrë duke përdorur analizën e regresionit të shumëfishtë dhe një test korrelacioni. Për më tepër, në përputhje me shumicën e studimeve empirike të mëparshme mbi strukturën e kapitalit (Ohman 2016, Chittenden et al., 1996, Mac a Bhaird & Lucey, 2010, Michaelas et al., 1999, Pahalathan, 2010; Gurcharan, 2010; Antoniou et al., 2002), gjithashtu ky studim do të përdorë teknikën e regresionit linear të shumëfishtë për të shpjeguar ndikimin e faktorëve të ndryshëm mbi variablat e varur.

Për më tepër, ky studim përdor një model regresioni me të dhëna panel (të dhëna të seksionit kryq dhe serive kohore) që është i krahasueshëm me atë të përdorur në studimet mbi faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit nga Antoniou et al., (2002), Dincergok dhe Yalciner (2011), Ohman (2016), Rao et al., (2018), Proenca et al., (2014), Zeitun dhe Tian (2007), dhe Acar (2018). Grumbullimi i vëzhgimeve të njësisve të seksionit kryq gjatë periudhave të caktuara kohore njihet si të dhëna panel (Gujarati, 2004). Antoniou et al., (2002) deklarojnë se përdorimi i të dhënave panel ka disa përfitime në krahasim me përdorimin e të dhënave të seksionit kryq, duke përfshirë më shumë shkallë lirie, më shumë vëzhgime, një ulje të multikolinearitetit ndërmjet faktorëve shpjegues dhe prodhimin e vlerësimeve më të sakta. Ekuacionet e regresionit të shumëfishtë janë përdorur për të testuar hipotezat e zhvilluara më sipër si dhe për të përcaktuar lidhjen midis variablave të pavarura mbi strukturën e borxhit. Kjo qasje është në përputhje me studimet e Antoniou et al., (2002), Dincergok dhe Yalciner (2011), Ohman 2016, Rao et al., (2018), Proenca et al., (2014), Zeitun dhe Tian (2007), Acar (2018). Në këtë studim është përdorur programi statistikor EViews 12 për të përfutur modelet e regresionit si dhe për të vlerësuar koeficientët e korrelacionit të tyre. Në përputhje me hulumtimet e (Chittenden et al., 1996; Mac a Bhaird & Lucey, 2010, 2014; Michaelas et al., 1999), për të vlerësuar hipotezat dhe për të përcaktuar lidhjet e mundshme midis variablave të pavarur dhe variablave të varur, specifikimi i modelit të regresionit të vlerësimit OLS është si më poshtë. Duke ndjekur modelin e Long (1997) mund të shkruajmë modelin e regresionit linear si ne ekuacionin (1) më poshtë:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Në këtë rast (Y_i) tregon ndryshoren e varur dhe (X_i) tregojnë ndryshoret e pavarura dhe (ε_i) gabimin e rastit. Treguesi (i) përfaqëson numrin e observimit nga (N) observime të rastit. Ndërsa (β_1) deri tek (β_k) janë parametrat që tregojnë efektin e një (X_i) (ndryshore pavarur) të dhënë në (Y_i) (ndryshore varur). (β_0) është pikëprerja që tregon vlerën e pritur të Y_i , kur të gjitha X -at janë zero. Por në rastin tonë e të dhënave panel në të cilën kemi ndërthurje të dhënave të kryqëzuara më seritë kohore, forma e përgjithshme e modelit të regresionit duke ndjekur Baum (2006) do të jetë si më poshtë ne ekuacionin (2):

$$y_{it} = \sum_{k=1}^k X_{kit} \beta_{kit} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (2)$$

Ku (N) është numri i firmave dhe (T) është numri i periudhave kohore. (Y_{it}) tregon tre raportet për të matur levën financiare si ndryshore e varur dhe (X_{it}) tregon ndryshoret

e pavaruara. Modelet teorike të regresionit për këtë studim janë në përputhje me modelimin e paraqitur nga Newbold (2013, pp. 457-458). Në përfundim modelet e regresionit për studimin tonë do të paraqiten në trajtën e ekuacioneve (3), (4), (5), (6) si më poshtë vijon:

$$Y(Leva)_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ Performanca} + \beta_2 \text{ Trupëzimi i aktiveve} + \beta_3 \text{ likuiditeti i firmës} + \beta_4 \text{ Madhësia e firmës} + \beta_5 \text{ Fleksibiliteti financiar} + \beta_6 \text{ Përfitimi tatimor jo borxh} + \beta_7 \text{ Mundësitë të rritjes} + \beta_8 \text{ Mosha e firmës} + \beta_9 \text{ Borxhi me një periudhë të vonuar} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Modeli 1:

$$BT_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 TA_{it} + \beta_4 LFit + \beta_5 MFit + \beta_6 FFit + \beta_7 PTJBit + \beta_8 MRR_{it} + \beta_9 MOFit + \beta_{10} BT_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Modeli 2:

$$BAGJ_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 TA_{it} + \beta_4 LFit + \beta_5 MFit + \beta_6 FFit + \beta_7 PTJBit + \beta_8 MRR_{it} + \beta_9 MO_{it}F + \beta_{10} BAGJ_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Modeli 3:

$$BASH_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 TA_{it} + \beta_4 LFit + \beta_5 MFit + \beta_6 FFit + \beta_7 PTJBit + \beta_8 MRR_{it} + \beta_9 MOFit + \beta_{10} BASH_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Variablat e varura të përdorura në studim janë:

BT = Totali i borxhit ndaj totalit të aktiveve.

BAGJ = Borxhit afatgjatë ndaj totalit të aktiveve.

BASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve.

Ndërsa variablat e pavarura janë:

ROA (Kthimi nga aktivet) = EBIT ndaj totalit të aktiveve të firmës.

ROE (Kthimi nga kapitali) = EBIT ndaj totalit të kapitalit të firmës.

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

LF (Likuiditeti) = Aktivet korente ndaj detyrimeve korente.

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

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

PTJB (Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo borxh) = Shpenzimet e amortizimit dhe zhvlerësimit ndaj totalit të aktiveve

MRR (Mundësitë rritëse) = Ndryshimi në aktive totale ndaj totalit të aktiveve

MOF (Mosha e firmës) = Logaritmi natyror të viteve të jetës së firmës

BT_{t-1}, BAGJ_{t-1}, BASH_{t-1} (Borxhi me një periudhë të vonuar) = Borxhi total, afatgjatë, afatshkurtër me një periudhë të vonuar t-1.

ε_{it} = termi i gabimit të rastit.

α_i , β_i = koeficientët e regresionit.

4.5.2 Modeli i Regresionit me efekte të grumbullimit POLS.

Në përgjithësi mund të themi se të dhënat e panelit janë grupe të dhënash që përbëhen nga kryqezime të përsëritura gjatë një periudhë të caktuar kohore tek individë të ndryshëm. Kompozimi shtesë i ndërlikuar i të dhënave të panelit kërkon përdorimin e teknikave vlerësuese po aq të ndërlikuara. Në këtë studim, analiza e të dhënave të panelit do të kryhet duke përdorur tri teknika të njohura të vlerësimit të regresionit: Me efekte të grumbullimit, efektet fikse dhe efektet të rastit. Duke përdorur të dhëna panel, metoda e vlerësimit Pooled Ordinary Least Squares (POLS) përdoret për të minimizuar shpërndarjen midis vlerave të përshtatura dhe mbetjeve të modifikuara për të

karakterizuar saktësisht variablat (Wooldridge, 2019, pp. 459–464). Por për të marrë rezultate sa më të sakta, qasja e vlerësimit mbështetet shumë në supozime të rrepta, pasi injoron matjet multidimensionale (të dhëna që ndryshojnë me kohën dhe të dhëna të kryqëzuara përkatëse). Sipas supozimeve, të gjitha variablat e pavarur dhe faktorët e padukshëm që ndryshojnë me kohën ose që janë konstantë në kohë që ndikojnë në variablin e varur duhet të kenë kovariancë zero. Nëse jo, qasja e vlerësimit ka të ngjarë të sjellë rezultate të gabuara.

4.5.3 Modeli i Regresionit me efekte fikse FEM.

Qasja e vlerësimit me Efekte Fikse (FEM) e merr emrin nga qëllimi i saj për të kontrolluar efektet e padukshme që janë fikse përgjatë kohës. Për të kontrolluar efektet që nuk ndryshojnë me kohën dhe për ta bërë metodën e vlerësimit më pak të rreptë se POLS, efektet e padukshme ndahen në variabla që ndryshojnë me kohën dhe variabla që nuk ndryshojnë me kohën (Wooldridge, 2019, pp. 435–444). Modeli bazë në ekuacionin (7) është hapi i parë në strategjinë e metodës (FEM) për studimin e efekteve që nuk ndryshojnë me kohën.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_{1x1,it} + \dots + \beta_{jxj,it} + a_i + u_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (7)$$

Ku:

Y_{it} = variabli i varur për një firmë (i) në kohën (t)

β_0 = Pikë prerja me boshtin e ordinatave kur të gjithë X_i janë zero

β_j = Parametri i lidhur me ($x_{j,it}$)

$x_{j,it}$ = variabli i pavarur (j)

a_i = Efektet e padukshme që nuk ndryshojnë me kohën (fikse)

u_{it} = Gabimi i padukshëm që ndryshon me kohën (Gabimi idiosinkratik)

Gjithashtu qasja e vlerësimit me Efekte Fikse (FEM) lejon korrelacionin midis variablave të pavarur dhe gabimeve që nuk ndryshojnë me kohën, pasi qëllimi i saj është të eliminojë efektet e padukshme që janë fikse përgjatë kohës (a_i) (Wooldridge, 2019). Përveç kësaj, duke bërë kështu, ndikimet që nuk ndryshojnë me kohën të metodës së vlerësimit (FEM) kontrollohen për homoskedasticitetin e dëmshëm. Për ta realizuar këtë, marrim Ekuacionin (7), llogarisim mesataren për të marrë Ekuacionin (8), më pas marrim Ekuacionin (8) dhe e zbrisim atë nga Ekuacioni (7). Kjo na shpie në eliminimin e efekteve të padukshme që nuk ndryshojnë me kohën (a_i) duke eliminuar njëra tjetrën paraqitur në Ekuacionet (9) dhe (10).

$$\bar{y}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \bar{x}_{1,it} + \dots + \beta_j \bar{x}_{j,it} + a_i + \bar{u}_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (8)$$

$$(y_{it} - \bar{y}_{it}) = \beta_0 - \beta_0 + \beta_1 (x_{1,it} - \bar{x}_{1,it}) + \dots + \beta_j (x_{j,it} - \bar{x}_{j,it}) + (a_i - a_i) + (u_{it} - \bar{u}_{it}), \quad (9)$$

$$\widehat{y}_{it} = \beta_1 \widehat{x}_{1,it} + \dots + \beta_j \widehat{x}_{j,it} + \widehat{u}_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (10)$$

Megjithatë, akoma ekzistojnë disa disavantazhe me metodën e vlerësimit (FEM). Së pari, kur të dhënat e panelit përfshijnë shumë periudha me pak vëzhgime, përfundimet e metodës së vlerësimit ka shumë të ngjarë të prodhojnë rezultate të gabuara dhe të pa besueshme nëse ndonjë supozim nuk plotësohet. Për më tepër, pasi variablat e pavarur që nuk ndryshojnë me kohën do të eliminohen plotësisht, qasja e vlerësimit (FEM) nuk

lejon praninë e tyre, sepse eliminon të gjithë variablat që nuk ndryshojnë me kohën (Wooldridge, 2019).

4.5.4 Modeli i Regresionit me efekte të rastit REM.

Për grupe të dhënash paneli, qasja e vlerësimit me efekte të rastit (REM) përdoret shpesh përveç metodës (FEM). Sepse ajo prodhon vlerësues më efikas duke mos eliminuar pa nevojë efektet që ndryshojnë me kohën (ai), metoda e vlerësimit është veçanërisht e dobishme nëse supozojmë se efektet që ndryshojnë me kohën (ai) janë plotësisht të pa korreluara me të gjitha variablat shpjegues. Megjithatë, nevojiten më shumë supozime që qasja e vlerësimit (REM) të japë rezultate me të besueshme se sa metoda (FEM) (Wooldridge, 2019).

Së pari, siç ilustron Ekuacioni (11), efekti i padukshëm që ndryshon me kohën (ai) duhet të jetë plotësisht i pa korreluar me të gjitha variablat shpjeguese për t'u aplikuar qasja (REM). Për më tepër, është e nevojshme që efekti i padukshëm që ndryshon me kohën (ai) të ketë një variancë dhe vlerë të pritur konstante, duke marrë parasysh të gjitha variablat e pavarur, siç tregohet nga Ekuacionet (12) dhe (13), përkatësisht. Qasja (REM) jep rezultate konsistente nën këto supozime, si dhe duke shtuar ato të sugjeruara kur përdoret metoda (FEM) (Wooldridge, 2019, pp. 444–452).

$$Cov(ai, xj, it) = 0, \quad t = 1, 2, \dots, T; j = 1, 2, \dots, k \quad (11)$$

$$E(ai | xj, it) = \beta_0 \quad (12)$$

$$Var(ai | xj, it) = \sigma_a^2 \quad (13)$$

Aplikimi i qasjes së vlerësimit (REM) ka disa përfitime. Jo vetëm që teknika (REM) jep mbetje të zvogëluara dhe vlerësues më efikas se metoda FEM, por gjithashtu lejon variabla të pavarur që nuk ndryshojnë me kohën (Wooldridge, 2019). Megjithatë, qasja (REM) prodhon përfundime të njëanshme dhe të pa besueshme nëse supozimet shtesë shkelen. Pra, si konkluzion, edhe pse metoda (REM) është përdorur në situata ku ka pak vëzhgime dhe intervale të gjata kohore, veçoritë e saj janë të panjohura, edhe pse metoda (FEM) është e prirur të sjellë rezultate të pasigurta nëse ndonjë supozim shkelet (Wooldridge, 2019).

4.5.5 Modeli i Regresionit me metodat e përgjithshme të momenteve (GMM)

Në këtë studim përveç përdorimit të panelit statik gjithashtu të dhënat e panelit dinamik janë përdorur për të analizuar faktorët specifike që ndikojnë në levën financiare të firmave në qarkun e Tiranës. Në situata kur një variabël i varur është i varur nga realizimet e tij të mëparshme, modelet e të dhënave të panelit dinamik janë më të dobishme për tu përdorur. Hipoteza empirike testohet duke përdorur metodologjinë e të dhënave të panelit, e cila gjithashtu korrigjon për *autocorrelacionin* midis variablave të përfshirë dhe merr parasysh *heteroskedasticitetin* e pranishëm (Wooldridge, 2019, pp. 508–519). Studimi përdor Metodën e Përgjithshme të Momenteve (GMM) me teknikën e transformimit diferencë e parë për të testuar hipotezat empirike të specifikuara bazuar në studimet e Arellano dhe Bond (1991, pp. 277–297), Arellano dhe Bover (1995, pp. 29–51) dhe Blundell dhe Bond (1998, pp. 115–143). Duke transformuar të gjithë regresorët, zakonisht me një diferencë të parë, në këtë rast kemi përdorur metodën GMM të zhvilluar fillimisht nga Hansen (1982) duke e quajtur më tej modeli GMM diferencë e parë nga Arellano dhe Bond (1991). Modeli GMM kërkon disa kushte paraprake të cilat duhen plotësuar:

Se pari, kërkon panel të shkurtër ku $N > T$. Pra, numri i të dhënave të kryqëzuara ose grupeve (N) > seritë kohore (T). Së dyti, përdor instrumentet variabël (Z), (variablat e kontrollit). Së treti, instrumentet variabël duhet të jenë të korreluar mirë me regresorët: $Cov(Z_i, X_i) \neq 0$. Së katërti, instrumentet variabël (Z) duhet të jenë ekzogjenë: $Cov(Z_i, \varepsilon_i) = 0$. Së pesti, numri i instrumenteve variabël $\geq$ numri i regresorëve endogjenë: $(Z) \geq (X)$. Së fundmi, Numri i instrumenteve variabël $\leq$ numri i të dhënave të kryqëzuara (grupit): $(Z) \leq (N)$.

Nëse plotësohen kriteret sa më sipër atëherë mund të themi se modeli GMM është i përshtatshëm për të vijuar më tej me studimin. Në të dhënat e panelit tonë këto kriteret plotësohen kështu që e bën modelin GMM të përshtatshëm për testim. Ajo është një nga teknikat më të njohura për vlerësimin e modeleve në financë dhe ekonomi. Trajton efektin e variablave instrumental³² që teknikat e tjera të vlerësimit të dhënave të panelit nuk e marrin në konsideratë, kjo për sa i përket efektit që kanë variablat e pavarur në mënyrë direkte dhe indirekte në variablin e varur. Kjo teknikë funksionon gjithashtu mirë me të dhënat financiare që nuk janë shpërndarë normalisht dhe merr parasysh problemin e endogjenitetit të variablave (në të cilën regresorët janë të korreluar me termin e gabimit, pra që $Cov(X_i, \varepsilon_i) \neq 0$). Kjo shkakton problemin që koeficientët e vlerësuar të jenë të njëanshëm dhe jo konsistentë. Metoda e vlerësimit GMM përdoret për të kryer vlerësimin e panelit duke përdorur ekuacionin (14) si vijon:

$$Y_{it} = \alpha Y_{it-1} + \beta X_{it} + \omega_i + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

Ku, (Y_{it-1}) është variabli i varur i vonuar me një periudhë $t-1$, (α) është parametri autoregresiv (qëndrueshmërie) i njohur ndryshe edhe si koeficienti i “shpejtësisë së rregullimit” ndaj raportit të synuar të borxhit, dhe një vlere e larte (α) tregon një qëndrueshmëri të fortë të (Y_{it-1}) në Y_{it} . E thënë ndryshe që historiku i variablit të vonuar me një periudhë ndikon në mënyrë të rëndësishme në variablin e varur. Ndërsa (X_{it}) janë regresoret endogjen të firmës (i) në periudhën (t), (ω_i) është termi i gabimit me efekte - fikse, (ε_{it}) është termi i shqetësimit (iid). Më specifikisht do të paraqitet si më poshtë vijon në ekuacionin (15).

$$Lev_{ait} = \alpha_0 + f(Lev_{ait-1}, ROA_{ait}, ROE_{ait}, TA_{ait}, LFit, MFit, FFit, MRR_{ait}) + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{ait} \quad (15)$$

Ku, (Lev_{ait}) është leva e firmës (i) në vitin (t), (η_i) janë efektet e pa vrojtuarra specifike të çdo firme në panel të cilat nuk ndryshojnë përgjatë kohës, (η_t) kap efektet specifike të kohës, dhe (ε_{ait}) është termi i gabimit të pavarur dhe të shpërndara identikisht (iid) me variancë konstante. Karakteristikat e pa vrojtuarra të firmës që kanë një efekt të rëndësishëm në levën e firmës janë kapur në (η_i) . Ndërsa (η_t) kap efektet e faktorëve makroekonomikë si inflacioni, normat e interesit, të cilat ndryshojnë nëpër kohë, por mbeten të njëjta për të gjitha firmat në një vit të caktuar.

Sipas Arellano dhe Bond të cilët sugjeruan një qasje të një modeli dinamik që përdor çdo instrument të disponueshëm që mund të jetë i brendshëm ose i jashtëm, mund të themi që kjo lihet në varësi të gjykimit më të përshtatshëm nga studiuesit. Kushtet e momentit që prodhohen nga nivelet e vonuara të variablit të varur u përdorën në metodën e përgjithshme të momenteve (Hansen, 1982), dhe si rezultat i kësaj, nëse komponentët e gabimit (ε_{ait}) janë të pa koreluar serialisht, GMM prodhon vlerësime që janë të paanshme dhe të qëndrueshme (Honore & Hu, 2004). Duke qenë se vlerësimi

³² Variablat instrumental te njohur ndryshe si variablat e kontrollit.

GMM me një hap është më pak asimptotikisht efikas se vlerësimi GMM me dy hapa - kur priten shqetësime që shfaqin heteroskedasticitet dhe autokorrelacion në të dhënat e mostrave – në këtë studim u zgjodh vlerësimi GMM me dy hapa si teknike alternative për të parë qëndrueshmërinë e modelit në fjalë (Arellano & Bond, 1991, pp. 277–297; Blundell & Bond, 1998, pp. 115–143). *“Vlen të përmendim faktin se nuk është një ide e mirë mbi të cilën të krahasohen në mënyrë direkte koeficientët e marre nga modeli statik me atë të modelit dinamik të GMM”* (Goddard et al. 2004, p. 374).

Për të vlerësuar besueshmërinë e instrumenteve të përdorura në modelet u realizua testi Serial Correlation i rendit të dytë (AR2). Hapi i parë është të përcaktohet nëse shqetësimet shfaqin korrelacion serial. Duhet që përgjatë testimit të kërkohej korrelacioni i rendit të dytë në diferencat për të përcaktuar nëse korrelacioni serial i rendit të parë është në nivel. Kur hipoteza null e testit nuk hidhet poshtë, variablat instrumental janë të vlefshëm. Më tej është vleshmeria e nëngrupeve të instrumenteve e cila verifikohet nga testi Hansen - Sargan, p-vlera e (J) (Sargan, 1958, pp. 393–415). Premisa themelore e këtij testi është që mbetet duhet të jenë të pa koreluara me instrumentet variabël për të qenë të vlefshme.

Për të shmangur vlerësues të paqëndrueshëm për shkak të korrelacioneve midis efekteve individuale të pa observuar, regresorëve dhe termave të gabimit, si dhe pranishmërisë së endogjenitetit të regresorëve, të gjitha vlerësimet janë kryer nga programi statistikor EViews 12 duke përdorur teknikat e variablave instrumental (IV) (Baltagi, 1995). Duke qenë se modeli i strukturës së kapitalit përfshin variablin e varur të vonuar me një vit si një variabël shpjegues, ai testohet duke përdorur Metodën e Momenteve të Përgjithshme (GMM) dhe vlerësuesin e Arellano dhe Bond (1991). Kjo bëhet në përputhje duke përdorur ekuacionin (14) dhe (15). Dy nivele aplikimi janë paraqitur nga vlerësimi i GMM: (i) Vlerësimi homoskedastik me një hap dhe vlerësimi i fortë me një hap, (ii) Vlerësimi me dy hapa. Nëse besojmë se të dhënat do të shfaqin heteroskedasticitet, atëherë alternativa e dytë—e cila përdor mbetet e vlerësimit për të krijuar një matricë optimale të peshës asimptotike—është më efikase se e para (Blundell & Bond, 1998).

Për më tepër, modeli ynë kalon nëpër një numër të konsiderueshëm testesh për të verifikuar qëndrueshmërinë dhe konsistencën e rezultateve të marra. Më konkretisht, kryhen testi i bashkësisë së rëndësishme të regresorëve të Wald-it, testet për mungesën e autocorrelacionit si të rendit të 1-rë AR(1) ashtu edhe të rendit të 2-të AR(2) të mbetjeve, dhe testi i Hansen - Sarganit e p-vlerës se (J), për kufizimet e mbi-identifikimit të instrumenteve variabël. Vlefshmëria dhe qëndrueshmëria e modelit GMM varen nga dy supozime si vijon: (i) Faktorët e tjerë shpjegues dhe vlera e vonuar e variablit të varur duhet të jenë instrumente të besueshme, dhe (ii) termat e gabimit nuk duhet të shfaqin korrelacion serial.

Pra, si konkluzion ky seksion paraqet specifikimin e modeleve ekonometrike të përdorura për testimin empirik, duke përfshirë regresionin linear të shumëfishtë (MLR), regresionin me efekte të grumbulluara (POLS), me efekte fikse (FEM) dhe me efekte të rastit (REM). MLR shërben për të analizuar ndikimin e variablave të pavarur në strukturën e kapitalit. POLS aplikon të dhëna panel duke supozuar homogjenitet ndërmjet njësive, ndërsa FEM fokusohet në variacionet e brendshme duke eliminuar efektet konstante. REM lejon që efektet e padukshme të jenë të rastësishme dhe të pavarura nga variablat shpjegues. Në vijim, në kapitullin 5-të, do të përdoret modeli GMM me diferencë të parë dhe dy hapa për të testuar ndikimin e faktorëve specifikë në strukturën e kapitalit të firmave në qarkun e Tiranës.

4.6 Supozimet e përshtatshmërisë të modelit të regresionit linear të shumëfishtë (MLR).

Vlefshmëria e supozimeve të (MLR) mbi përshtatshmërinë e modelit do të trajtohet në këtë nën kapitull. Rezultatet gjithashtu do të hedhin dritë mbi kornizën empirike më të mirë për analizën e këtij punimi. Shtojca D, përmban testimet, grafikët, figurat statistikore mbi supozimet e MLR. Sipas pesë supozimeve të para klasike, vlerësuesit do të konsiderohen si vlerësuesit më të mirë linearë të paanshëm, ose e thënë ndryshe (BLUE)³³ (Wooldridge, 2019, pp. 141–145).

Supozimi i parë i përshtatshmërisë – Lineariteti: Një metodë tipike për të testuar supozimin e linearitetit është përdorimi i grafikëve të mbetjeve të përmirësuara. Themi se supozimi i linearitetit përmbushet duke përdorur këto lloje grafikësh. Shtojca D mbi kapitullin 4-të ka diskutimin e lidhur dhe grafikun e mbetjeve.

Supozimi i dytë i përshtatshmërisë – Përzgjedhja mostrës së rastësishme: Argumentohet se supozimi është i vërtetë duke pasur parasysh se mostra e të dhënave u zgjodh duke përdorur përzgjedhjen rastësore me kritere përfshirëse liberale, kjo pasi inferenca shkakësore kërkon që mostra e të dhënave të zgjidhet rastësisht nga e gjithë popullata e firmave e marrë në referim e ndarë në nëngrupe duke e filtruar më tej sipas objektit dhe qëllimit të studimit.

Supozimi i tretë i përshtatshmërisë – Multikolineariteti: Për të parandaluar probleme me disa variabla të pavarur që tregojnë korrelacionet tërësisht të forta midis tyre, të cilat mund të ndikojnë në inferencat statistikore, do të përdorim një matrice korelacioni për të vlerësuar shkallën e lidhshmërisë midis variablave. Mund të themi se nuk ka shenja të multikolinearitetit në matricën e korelacionit duke aplikuar metodën e Johannessen et al. (2010) për identifikimin e problemeve të mundshme me multikolinearitetin nëse korrelacioni i variablave të pavarur është më i vogël se 0.8.

Supozimi i katërt i përshtatshmërisë – Mesatarja Kondicionale Zero: Inferenca shkakësore mund të dëmtohet nga variablat e pa observuar ose të përjashtuar që lidhen me të paktën një variabël të pavarur. Është e rëndësishme të merren parasysh mundësitë e shkeljes së supozimit të mesatares kondicionale zero, pavarësisht nga shkak—mungesa e matshmërisë, mungesa e të dhënave, ose injoranca. Megjithatë, në këtë analizë janë marrë masa për të minimizuar këtë rrezik, pasi nuk ka variabla të përjashtuara apo të paobservuara në mënyrë sistematike.

Supozimi i pestë i përshtatshmërisë – Heteroskedasticiteti: Grafikët që tregojnë variablat shpjegues në raport me mbetjet e katrorëve më të vogla, testi i Lagrange-it Breusch-Pagan, dhe testi i White-it janë përdorur të gjitha për të kontrolluar mungesën e homoskedasticitetit dhe, për rrjedhojë, nëse supozimi është shkelur. Për një arsytim më të mirë jemi bazuar në një vlerësim të grafikës si një tërësi dhe gjetjet e testeve të cilat janë të paraqitura në shtojcën D të kapitullit 4-të.

Supozimi i gjashtë i përshtatshmërisë – Normaliteti: Shumë teknika janë përdorur për të kontrolluar normalitetin. Fillimisht, është përdorur grafiku i probabiliteteteve të mbetjeve për të testuar secilin model regresioni. Në të dytën, është përgatitur një grafik probabiliteti normal i standardizuar dhe kuantilet e modelit të regresionit janë vendosur në grafik kundrejt shpërndarjes normale për të testuar shpërndarjen normale të mbetjeve (Q-Q plot).

³³ Nënkupton Best Linear Unbiased Estimator, që do të thotë vlerësuesi më i mirë, linear dhe i pa anshëm.

Supozimi i shtatë i përshtatshmërisë – Autokorrelacioni: Për të zbuluar autocorrelacionin, është përdorur testi konvencional Breusch - pagan serial correlation LM test i rendit të parë AR (1) dhe i rendit të dytë AR (2).

Pra, si konkluzion ky seksion trajton vlefshmërinë e supozimeve të (MLR) për përshtatshmërinë e modelit. Supozimet kryesore përfshijnë: Lineariteti, u përdorën grafikët e mbetjeve për të verifikuar marrëdhënien lineare mes variablave të pavarur dhe të varur. Përzgjedhja e mostrës së rastësishme, mostra duhet të jetë e zgjedhur rastësisht dhe përfaqësuese për popullatën. Multikolineariteti, përdoret matrica e korelacionit dhe metoda (VIF) për të vlerësuar ndërlidhjen mes variablave të pavarur. Mesatarja kondicionale zero, termi i gabimit duhet të ketë një vlerë mesatare zero dhe të mos jetë i ndërlidhur me variablat shpjegues. Heteroskedasticiteti, varianca e mbetjeve duhet të jetë konstante. Normaliteti, shpërndarja e mbetjeve duhet të jetë normale dhe në përfundim autokorrelacioni, nuk duhet të ketë korrelacion mes mbetjeve në periudha të ndryshme kohore. Rezultatet e testeve do të konfirmojnë ose jo vlefshmërinë e këtyre supozimeve dhe do të mbështesin modelin më të mirë të përdorur për analizë.

4.7 Mënyra e organizimit të të dhënave panel, përparësitë dhe kufizimet që ato paraqesin.

Në vijim, pas përzgjedhjes së mostrës, përcaktimit të matësve të variablave, ndërtimit të hipotezave dhe specifikimit të modelit, hapi pasues është ndërtimi i panelit të të dhënave, i domosdoshëm për realizimin e testimit empirik. Ky seksion paraqet mënyrën e organizimit të dhënave panel, duke evidentuar përparësitë dhe kufizimet që karakterizojnë këtë strukturë të dhënash.

Një pamje e përgjithshme e organizimit të dhënave panel në kuadër të këtij punimi është dhënë përmes tabelës 13 e paraqitur tek shtojca C e punimit. Në lidhje me modelet të cilat përdorin të dhënat panel, Gujarati (2004, pp. 458-470) arrin në disa përfundime të cilat janë për tu konsideruar në veçanti: Të dhënat panel janë vëzhgime të kryera gjatë disa periudhave kohore për të njëjtat njësitë ose individë. Ekzistojnë disa përfitime: Së pari, duke bërë vëzhgime, ato e zgjerojnë shumë madhësinë e mostrës. Së dyti, të dhënat panel janë më të përshtatshme për të studiuar dinamikën e ndryshimeve pasi lejojnë shqyrtimin e vëzhgimeve të përsëritura të seksionit kryq. Së treti, falë të dhënave panel, mund të studiojmë modele më të ndërlikuara të sjelljes. Të dhënat panel ofrojnë edhe disa sfida në vlerësim, përveç përfitimeve të tyre. Duke qenë se këto të dhëna përfshijnë si dimensionin kohor ashtu edhe atë të seksionit kryq, problemet me *heteroskedasticitetin* në të dhënat e seksionit kryq dhe *autokorelacionin* në të dhënat e serive kohore duhet të zgjidhen dhe adresohen përpara se të arrihen përfundime të sakta. Megjithatë, ka disa pika kyçe që nuk duhet të injorohen kur shqyrtohen të dhënat panel. Këto janë si më poshtë vijon: "Së pari, të dhënat panel zakonisht janë vëzhguar në intervale të rregullta kohore" (Cameron & Trivedi, 2009, p. 230). Të dhënat e vëzhguara në këtë studim janë statistika vjetore për 75 firma dhe mbulojnë periudha të rregullta kohore nga viti 2019 në 2013. "Së dyti, të dhënat panel mund të jenë të balancuara, në këtë rast mund të themi se të gjitha njësitë individuale janë vëzhguar dhe janë mbledhur të dhëna për firmat gjatë të gjitha periudhave kohore ($T_i = T$ për të gjithë i) ose të pabalancuara, kur mungojnë të dhëna në disa periudha të caktuara ($T_i \neq T$ për disa i)" (Cameron & Trivedi, 2009, pp. 230–235). Të dhënat e vëzhguara në këtë studim janë

të balancuara dhe janë mbledhur të dhëna për firmat gjatë të gjitha periudhave kohore, pra nuk jemi në prezence mungese të dhënash. “Së treti, ekzistojnë tre konfigurime të mundshme për grupin e të dhënave: një panel të shkurtër me shumë individë, një panel të gjatë me shumë periudha kohore dhe pak individë, ose një kombinim i të dyjave (shumë individë dhe shumë periudha kohore). Ky dallim ndikon në vlerësimin dhe nxjerrjen e përfundimeve” (Cameron & Trivedi, 2009, p. 230). Të dhënat e vëzhguara në këtë studim janë një panel të shkurtër me shumë firma, ku $N > T$. “Së katerti, koeficientet e modeleve mund të ndryshojnë gjatë kohës ose ndërmjet individëve”. “Së pesti, literatura e ekonometrisë thekson modelin e efekteve fikse FEM” (Cameron & Trivedi, 2009, p. 230). Së fundmi, variablat e varur të vonuar mund të jenë regresorë në modelet dinamike të vlerësuara duke përdorur të dhëna panel. Modelet që nuk e kanë këtë kompleksitet përdoren në shumicën e analizave të dhënave panel (Cameron & Trivedi, 2009, p. 230). Të dhënat e vëzhguara në këtë studim përdorin variablin e vonuar me një periudhë (BT -1, BAGJ -1, BASH -1).

Pra, si konkluzion për këto arsye sa argumentuam të dhënat panel u krijuan dhe u përdorën për analizë në këtë studim për shkak të disa përfitimeve që ato ofrojnë në mostrën tonë në krahasim me të dhënat e kryqëzuara ose serive kohore në veçanti.

4.8 Përfundime

Në këtë hulumtim, regresioni linear i shumëfishtë dhe regresioni me të dhëna panel u përdoren për të analizuar ndikimin e variablave financiarë mbi strukturën e kapitalit të firmave, duke përdorur programin EViews 12 për analizën statistike. Ky kapitull trajton metodologjinë e kërkimit me qasje sasiore dhe deduktive, duke u fokusuar në analizën e strukturës së kapitalit të firmave në qarkun e Tiranës. Studimi përdor regresione statistikore mbi të dhëna nga DPT, QKB dhe INSTAT për periudhën 2019-2023, me një kampion prej 75 firmave jo-financiare të klasifikimit të firmave të mëdha të përzgjedhura rastësisht nga popullata e filtruar në këtë qark. Për analizën e levës financiare, u përdoren tre matës kryesorë të borxhit bazuar në vlerën kontabël, duke iu referuar kryesisht studimeve të mëparshme si Frank dhe Goyal (2009) dhe Rajan dhe Zingales (1995). Hipotezat u testuan bazuar në teorinë e rendit të zgjedhjes (POT) dhe teorinë e kompensimit (TOT), duke shqyrtuar faktorë specifike si performanca, madhësia e firmës, likuiditeti, trupëzimi i aktiveve, fleksibiliteti, mosha, përfitimi tatimor jo borxh dhe borxhi me një periudhë të vonuar. Për vlerësimin e modelit më të përshtatshëm dhe testimin empirik, u përdoren modele dhe teknika të ndryshme të regresionit të shumëfishtë, POLS, FEM, REM dhe GMM për të analizuar ndikimin e variablave në strukturën e kapitalit. Gjithashtu, shqyrtohen supozimet me kryesore të regresionit linear, përfshirë multikolinearitetin, heteroskedasticitetin, normalitetin dhe autokorrelacionin. Pra, si konkluzion përdorimi i të dhënave panel ofron një analizë më të plotë krahasuar me të dhënat e kryqëzuara apo seritë kohore.

KAPITULLI 5

ANALIZË DHE INTERPRETIME TË REZULTATEVE TË GJETURA

Kapitulli i analizës dhe interpretimeve të rezultateve të gjetura së bashku me kapitullin e metodës dhe të procedurave të ndjekura, përbëjnë hapësirën ku autori jep kontributin e tij origjinal në studimin e dijes mbi fushën e ekonometrisë dhe të financës. Gjetjet dhe analiza e këtij studimi janë paraqitur, shqyrtuar dhe shpjeguar në këtë kapitull. Analiza është konceptuar e ndarë sipas nënkapitujve në studim. Në fillim janë paraqitur statistikat përshkruese, e ndjekur nga analiza e korrelacionit, testet e përshtatshmërisë së modelit, duke vijuar më tej me rezultatet dhe analizën e regresionit me modelin më të përshtatshëm. Rezultatet e regresioneve janë paraqitur të ndarë sipas tre mënyrave: kampionit të plotë në tërësi, grupimit sektorial dhe klasifikimit të madhësisë, duke konkluduar me një përmbledhje të analizës mbi rezultatet të pritura e të gjetura. Interpretimi është pjesë e secilit seksion, ku në çdo pjesë prezantohemi me gjetjet të studimit. Përmes analizave, metodave dhe teknikave të ndryshme statistikore gjenden, testohen dhe analizohen rezultatet e gjetura, parë kjo nga këndvështrimi i modeleve statike (LS ose OLS) dhe modeleve dinamike (GMM).

5.1 Statistikat përshkruese

Në vijim në këtë seksion konsiderohet e domosdoshme përpara se të kryejmë analizën e regresionit, të kryejmë fillimisht studimin e statistikave përshkruese, pasi ato ofrojnë një kuptim themelor mbi përbërjen e strukturës së kapitalit dhe borxhit të firmave në qarkun e Tiranës.

Për më tepër, analizimi i dallimeve ndërmjet madhësisë dhe sektorit në statistikat përshkruese dhe përfshirja e literaturës mbi dallimet e madhësisë dhe sektorit do të ofrojë gjithashtu njohuri më të thelluara mbi arsyet pse firmat e madhësisë dhe sektorëve të ndryshme përdorin struktura të caktuara kapitali. Statistikat përshkruese krahasohen kryesisht me gjetjet e Rajan dhe Zingales (1995), Antoniou et al., (2008), Frank dhe Goyal (2003, 2009) dhe de Jong et al., (2008), pasi këto konsiderohen studime me rëndësi për këtë disertacion. Nisur nga sa referuam në kapitullin e 4-të, 75 firma të përzgjedhura në mënyrë të rastësishme nga qarku i Tiranës nga industritë e prodhimit, tregtisë, shërbimeve dhe ndërtimit janë të pranishme në studimin tonë. Bazuar në përshkrimet e tyre në ekstraktin historik, firmat janë kategorizuar sipas industrisë përkatëse. Në vazhdimësi do të shikojmë se si ka ndryshuar struktura e kapitalit përgjatë periudhës së studimit.

Tabela 14 e mëposhtme tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Vitet	BT	BAGJ	BASH
2019	0.5534	0.1508	0.4027
2020	0.5541	0.1500	0.4041
2021	0.5548	0.1496	0.4052
2022	0.5558	0.1494	0.4063
2023	0.5568	0.1493	0.4074
Vlera mesatare	0.555	0.150	0.405

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 14 tregon evoluimin e strukturës së kapitalit të mostrës sipas të tre matjeve të strukturës së kapitalit, raportit të totalit të borxhit, raportit të borxhit afatgjatë, dhe raportit të borxhit afatshkurtër. Borxhi total, si përqindje ndaj aktiveve, ka qëndruar relativisht konstant gjatë periudhës së analizuar, me një rritje shumë të lehtë nga viti 2019 në vitin 2023. Vlera mesatare për periudhën nënkupton se rreth 55.5% e aktiveve të firmave janë financuar përmes borxhit total. Kjo tregon një përdorim të moderuar të levës financiare. Një nivel i tillë është tregues i një strukture të balancuar të kapitalit, ku përdorimi i kapitalit të huaj është i rëndësishëm, por jo dominues.

Kjo strukturë sugjeron një përdorim të qëndrueshëm të levës financiare dhe stabiliteti i këtij raporti përgjatë viteve sugjeron gjithashtu një politikë të qëndrueshme të financimit nga ana e firmave. Treguesi i borxhit afatgjatë ka shënuar një rënie shumë të lehtë, nga viti 2019 në vitin 2023. Kjo sugjeron që vetëm rreth 15% e aktiveve janë të financuara përmes borxhit afatgjatë. Një përqindje kaq e ulët e borxhit afatgjatë mund të reflektojë vështirësi në aksesin ndaj burimeve afatgjata të financimit, ose një strategji të vetëdijshme për të shmangur borxhet afatgjata për shkak të kostos më të lartë të tyre apo rrezikut të interesave. Një nivel kaq modest i financimit afatgjatë mund të sinjalizojë disa kufizime strukturore në aksesin në tregjet e kapitalit afatgjatë ose një strategji të qëllimshme që favorizon fleksibilitetin financiar të ofruar nga financimi afatshkurtër. Në të njëjtën kohë, kjo mund të tregojë mbështetje më të madhe në financimin afatshkurtër, gjë që rrit fleksibilitetin, por edhe rreziqet operacionale. BASH, i cili mat intensitetin e borxhit afatshkurtër në raport me aktivet totale, ka pësuar një rritje të lehtë, nga viti 2019 në vitin 2023. Një raport i tillë tregon se për çdo njësi të aktiveve, firmat përdorin rreth 40% borxh afatshkurtër dhe një shifër që reflekton një strukturë financimi të ndërtuar në bazë të burimeve të përkohshme. Rritja graduale e këtij treguesi mund të interpretohet si një tendencë drejt shtimit të varësisë nga financimi afatshkurtër. Kjo strategji mund të jetë pasojë e nevojës për fleksibilitet të lartë financiar, kostove më të ulëta të financimit afatshkurtër, ose strukturës së tregut financiar ku operojnë këto firma, por ajo rrit gjithashtu ndjeshëm ekspozimin ndaj rrezikut të ri-financimit. Megjithatë, një varësi e shtuar ndaj borxhit afatshkurtër mund të rrisë rrezikun e likuiditetit, sidomos në situata të paparashikuara të tregut. Struktura e kapitalit për firmat e analizuara shfaq një stabilitet të dukshëm gjatë periudhës pesëvjeçare, me ndryshime të vogla në të gjithë treguesit e analizuar. Mbështetja kryesore është në borxhin afatshkurtër, ndërsa borxhi afatgjatë ka një peshë relativisht të ulët. Kjo sugjeron një strategji të financimit të përqendruar në burime të përkohshme, e cila mund të jetë e përshtatshme për sektorë me cikël të shpejtë të kapitalit punues, por që mund të paraqesë rreziqe në periudha pasigurie ekonomike. Në një kontekst më të gjerë, këto gjetje mund të reflektojnë edhe karakteristikat e tregut financiar Shqiptar, përfshirë kufizimet në ofertën e instrumenteve afatgjatë të financimit dhe preferencat për likuiditet.

Në figurën 7 tek shtojca D e paraqitur me kolona tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023. Figura 7 tregon evolucionin shprehur në kolona të BT-së, BAGJ-së, BASH-së, dhe për të gjithë vlerën mesatare të kampionit gjatë periudhës 2019-2023. Dallimi ndërmjet vlerës më të madhe dhe më të vogël është përkatësisht 0.34 përqindje, për raportin e totalit të borxhit, 0.15 përqindje për raportin e borxhit afatgjatë dhe 0.47 përqindje për raportin e borxhit afatshkurtër. Ndërsa në figurën 8 tek shtojca D tregohet në formë lineare sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Figura 8 tregon evolucionin linear të BT-së, BAGJ-së, BASH-së dhe për të gjithë vlerën mesatare të kampionit gjatë periudhës 2019-2023. Siç mund të vërehet nga figura e mësipërme struktura e kapitalit është e qëndrueshme me një rritje të lehtë për borxhin afatshkurtër BASH- në, e ndjekur nga një rënie të lehtë të borxhit afatgjatë BAGJ-së dhe një rritje të vogël për borxhin total BT. Megjithatë, duke shikuar në trendin midis raportit të borxhit afatgjatë dhe afatshkurtër të firmave gjatë vitit 2019, firmat kanë më shumë borxh afatshkurtër sesa borxh afatgjatë në strukturën e tyre të kapitalit. Përgjatë viteve në vazhdim ky trend ka vijuar më tej në të cilën borxhi afatshkurtër ka treguar një tendencë rritëse duke arritur vlerën maksimale në vitin 2023, ndërsa borxhi afatgjatë një tendencë rënëse duke rregjistruar minimumin e tij në vitin 2023. Për sa i përket raportit të borxhit total ka treguar një tendencë rritëse në vazhdim duke rregjistruar vlerën maksimale në vitin 2023. Në përfundim mund të themi se gjatë periudhës së studimit, firmat kanë përdorur më shumë borxh afatshkurtër sesa borxh afatgjatë dhe kjo tendencë vjen duke u përforcuar me kalimin e viteve.

Nisur nga punimi i Sogorb-Mira dhe Lopez-Gracia (2003), ndër të tjerë të cilët kanë ekzaminuar faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit në Spanjë gjatë periudhës 1994-1998, duke i grupuar firmat në disa sektorë sipas përkatësisë.

Tabela 15 tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas sektorëve gjatë periudhës 2019-2023.

Sektori	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vëzhgimeve
Ndërtim	16	5	80
Prodhim	20	5	100
Tregti	28	5	140
Shërbim	11	5	55
Totali	75	5	375

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 15 në vazhdim tregon ndarjen e firmave në katër sektorë kryesorë: sektori ndërtimit me 16 firma (80 vëzhgime në total), në sektorin prodhim në të cilin përfshihen 20 firma (100 vëzhgime në total), në sektorin tregti në të cilin përfshihen 28 firma (140 vëzhgime në total), në sektorin shërbim në të cilin përfshihen 11 firma (55 vëzhgime në total).

Tabela 16 tregon numrin e firmave, numrin e viteve dhe numrin e vëzhgimeve të kampionit të ndara sipas dy grupeve në tregtare dhe jo - tregtare gjatë periudhës 2019-2023.

Sektori	Numri i firmave	Numri i viteve	Numri i vëzhgimeve
Tregti	28	5	140
Jo - tregti	47	5	235
Totali	75	5	375

Burimi: përpunimet e autorit

Në vijim Tabela 16 tregon ndarjen e firmave në dy grupe kryesore më dominante në mostrën tonë: sektori tregtar me 28 firma (140 vëzhgime në total) dhe në sektorin jo tregtarë, në të cilin përfshihen 47 firma (235 vëzhgime në total).

Tabela 17 Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit, të cilat i përkasin sektorit të tregtisë.

Vitet	BT	BAGJ	BASH
2019	0.556801	0.149354	0.407446
2020	0.556812	0.149385	0.407481
2021	0.556803	0.149364	0.407464
2022	0.556824	0.149336	0.407483
2023	0.556857	0.149381	0.407496
Vlera mesatare	0.556819	0.149364	0.407474

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 17 gjithashtu tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit total, raportit të borxhit afatgjatë dhe të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat, të cilat i përkasin sektorit të tregtisë.

Tabela 18 Vlerat mesatare të strukturës së kapitalit, të cilat i përkasin sektorit jo - të tregtisë.

Vitet	BT	BAGJ	BASH
2019	0.557424	0.152765	0.404667
2020	0.557465	0.152798	0.404665
2021	0.557445	0.152738	0.404661
2022	0.557469	0.152745	0.404663
2023	0.557408	0.152761	0.404664
Vlera mesatare	0.557424	0.152765	0.404660

Burimi: përpunimet e autorit

Ndërsa Tabela 18 tregon vlerat mesatare të raportit të borxhit total, raportit të borxhit afatgjatë dhe të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat, të cilat i përkasin sektorit jo të tregtisë. Nga tabelat 17 dhe 18 të mësipërme vihet re se për sektorin jo - të tregtisë e kanë raportin e borxhit afatshkurtër më të ulët, ndërsa vlera mesatare e raportit të borxhit afatgjatë dhe raportit të borxhit total është më e lartë respektivisht. Pra, në përgjithësi mund të themi se firmat tregtare përdorin mesatarisht më shumë borxh afatshkurtër me 0.28 pikë përqindje si dhe më pak borxh afatgjatë, krahasuar me firmat e sektorin jo të tregtisë me 0.34 pikë përqindje. Kjo për faktin se firmat jo – tregtare për shkak të aktivitetit të tyre e kanë të domosdoshme praninë e aktiveve të qëndrueshme, e cila i mundëson të kenë më të lehtë financimin me borxh afatgjatë duke i përdorur ato si një mënyrë për të siguruar kreditë e tyre nëpërmjet vendosjes së kolateralit. Gjithashtu firmat jo - tregtare përdorin mesatarisht më shumë borxh total me 0.06 pike përqindje krahasuar me firmat e sektorit të tregtisë.

Në sektorin të tregtisë, vlera mesatare e BT për periudhën ka pësuar luhatje të vogël nga viti në vit. Rreth 55.68% e aktiveve në sektorin e tregtisë janë të financuara përmes borxhit total, një nivel shumë i ngjashëm me atë të sektorit jo të tregtisë. Ky tregues tregon një strukturë të balancuar të financimit, ku kapitali i vet dhe borxhi kanë një

peshë të përafërt, duke ruajtur një marrëdhënie të qëndrueshme ndër vite. Vlerat vjetore janë tepër të qëndrueshme, borxhi afatgjatë zë vetëm rreth 14.9% të aktiveve, e cila tregon se sektori i tregtisë ka një prirje më të ulët për të përdorur financimin afatgjatë. Kjo është në përputhje me karakteristikat e këtij sektori, ku cikli i kapitalit punues është më i shpejtë dhe nevojat për financim afatshkurtër janë më të theksuara. Treguesi BASH, lehtësisht më i lartë se në sektorin jo të tregtisë, me rritje të lehta, por të vazhdueshme çdo vit. Përafërsisht 40.7% e aktiveve të sektorit të tregtisë financohen me borxh afatshkurtër. Kjo reflekton varësinë e lartë të këtij sektori nga financimi afatshkurtër, gjë që është e natyrshme për sektorët ku likuiditeti dhe fleksibiliteti janë më të rëndësishëm, dhe ku mallrat dhe stoku qarkullojnë me ritme të shpejta.

Në sektorin jo - të tregtisë, treguesi BT ka mbetur konstant gjatë periudhës së analizuar, duke lëvizur në një interval shumë të ngushtë. Kjo tregon një strukturë shumë të qëndrueshme të financimit me borxh për firmat në sektorin jo - të tregtisë. Rreth 55.74% e aktiveve janë të financuara me borxh, e cila është pak më e lartë se mesatarja e përgjithshme e kampionit. Kjo mund të tregojë një prirje më e lartë ndaj përdorimit të levës financiare në këtë sektor, që mund të jetë e lidhur me natyrën kapital-intensive të disa sektorëve (p.sh. prodhimi, ndërtimi apo shërbimet e specializuara). Treguesi BAGJ gjithashtu ka treguar qëndrueshmëri të lartë, me një luhatje shumë të vogël. Borxhi afatgjatë përbën rreth 15.3% të aktiveve të firmave në këtë sektor. Ndonëse ky nivel nuk është i lartë, ai përfaqëson një shpërndarje të qëndrueshme të borxhit në kohë, duke balancuar nevojën për likuiditet me qëndrueshmëri financiare. Përdorimi modest i financimit afatgjatë mund të jetë i lidhur me struktura më të centralizuara të pronësisë, investime të matura afatgjata, ose kushte të tregut financiar që nuk favorizojnë marrjen e borxheve me maturim të gjatë. Edhe treguesi BASH paraqitet praktikisht i pandryshuar gjatë të gjithë periudhës, me vlera që luhaten shumë pak rreth mesatares. Kjo do të thotë se rreth 40.46% e aktiveve financohen me borxh afatshkurtër, që tregon një mbështetje dominuese të financimi afatshkurtër në këtë sektor. Kjo strategji mund të jetë e përshtatshme nëse firmat kanë cikle të shpejta qarkullimi të kapitalit ose akses të lehtë në kredi afatshkurtra, por gjithashtu sjell ekspozim ndaj rreziqeve të ri-financimit dhe ndryshimeve në normat e interesit. Gjithashtu figurat 9, 10 dhe 11 të paraqitura tek shtojca D e punimit tregojnë një krahasim të zgjedhjes së strukturës së kapitalit përmes tre raporteve të borxhit midis të dy grupeve të firmave tregtare dhe jo tregtare.

Në vazhdim Tabela 19 e paraqitur tek shtojca D raporton statistikën përshkuese për 75 firmat e marra në studim përgjatë periudhës 2019-2023. Në rreshtin e parë janë listuar variablat e varura dhe të pavarura të përdorura, ndërsa në kolonën e parë paraqiten përkatësisht vlerat mesatare, moda, vlerat minimale dhe vlerat maksimale, devijimi standard, Skewness dhe Kurtosis, Jarque-Bera, probabiliteti dhe numri në total i vëzhgimeve. Kështu, mesatarja mund të llogaritet duke pjestuar shumën e tërë vëzhgimeve me numrin total të vëzhgimeve, një paraqitje e saj jepet nga formula (1) e mëposhtme:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^N (X_i) / n \quad (1)$$

Në të cilën, (X_i) tregon vëzhgimin (i) që merr vlera nga 1 tek N , ndërsa (n) tregon numrin total të vëzhgimeve të mostrës.

Tabela 19 tregon se mesatarja e raportit të borxhit afatshkurtër (BASH) për mostrën si një e tërë është afërsisht 40.46 përqindje dhe raporti i borxhit afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve varion nga 0.59 përqindje në 99.97 përqindje. Mesatarja e raportit të borxhit afatgjatë (BAGJ) është 15.27 përqindje, e cila varion nga 0 përqindje në 97.48

përqindje. Këto shifra rezultojnë të tilla pasi 98 vrojtime vjetore të firmave nga 375 vrojtime në total kanë detyrimet afatgjata të barabarta me 0. Mesatarja e raportit të totalit të borxhit (BT) është 55.73 përqindje, e cila varion nga 0.59 përqindje në 100 përqindje. Kjo pasi 5 vrojtime vjetore të firmave rezultojnë me kapital zero dhe 100 përqindje me borxh. Kthimi nga aktivet (ROA) varion nga 22.16 përqindje negativ në 89.48 përqindje pozitiv me një mesatare prej afërsisht 13.09 përqindje. Me një raport mesatar prej 29.99 përqindje, kthimi nga kapitali (ROE) varion nga 108.36 përqindje negativ në 158.22 përqindje pozitiv. Gjithashtu trupëzimi i aktiveve është 29.67 përqindje, i cili varion nga vlera më e ulët prej 0 përqindje në vlerën më të lartë prej 198.13 përqindje. Vlen të përmendet se 15 vrojtime vjetore të firmave e kanë raportin e trupëzimi i aktiveve të barabartë me zero. Raporti mesatar i likuiditetit të firmës është 2.13 herë, duke variuar nga 0.073 herë në 27.08 herë. Vlera mesatare e madhësisë së firmës është 21.409 herë, e cila varion nga vlera minimalisht 16.084 herë në maksimalisht 26.07 herë. Fleksibiliteti financiar i mostrës është 20.99 përqindje dhe varion nga 0.016 përqindje në 1704.3 përqindje. Vlen të përmendet fakti se vetëm 1 vrojt看im vjetor të firmave e kanë raportin e fleksibilitetit të barabartë me 17.04. Vlera mesatare e raportit të përfitimit tatimor nga shpenzimet jo borxh është 3.05 përqindje, duke variuar nga 0 përqindje në afërsisht 60.76 përqindje. Gjithashtu 31 vrojtime vjetore të firmave nga 375 në total e kanë raportin e përfitimit tatimor nga shpenzimet jo - borxh të barabartë me 0 pasi nuk kanë fare shpenzime amortizimi dhe zhvlerësimi. Mundësitë rritëse mesatare të mostrës është 15.74 përqindje dhe varion nga 79.85 përqindje negative në 1171.1 përqindje pozitive. Vlen të përmendet fakti se vetëm 1 vrojt看im vjetor të firmave e kanë raportin e mundësisë rritëse të barabartë me 11.71. Vlera mesatare e moshës së firmës është 2.77 herë, e thënë ndryshe me një moshe mesatare prej 16 vitesh duke variuar nga 0 herë (moshë minimale 1 vjeçare) në afërsisht 3.46 herë (moshë maksimale 32 vjeçare). Vlen të përmendet se vetëm 1 vrojt看im vjetor të firmave e kanë raportin e moshës së firmës të barabartë me 0.

Pra, si konkluzion përpara analizës së regresionit, është e domosdoshme të shqyrtohen fillimisht statistikatat përshkruese për të kuptuar më mire strukturën e kapitalit dhe borxhit të firmave në qarkun e Tiranës. Studimi përfshin 75 firma nga sektorët e ndërtimit, prodhimit, tregtisë dhe shërbimeve përgjatë periudhës 2019-2023. Të dhënat tregojnë një rritje graduale të borxhit afatshkurtër dhe total, ndërsa borxhi afatgjatë ka një tendencë rënëse. Firmat tregtare priren të përdorin më shumë borxh afatshkurtër, ndërsa firmat jo-tregtare kanë më shumë borxh afatgjatë për shkak të aktiveve të qëndrueshme që përdoren si kolateral për financim. Statistikat përshkruese ndihmojnë në krijimin e një baze të fortë për analizën e mëtejshme të faktorëve që ndikojnë në strukturën e kapitalit.

5.2 Analiza e korrelacionit

Në vijim në këtë seksion në vazhdimësi të statistikave përshkruese, do të paraqiten analizat e korrelacionit ndërmjet variablave e cila realizohet për të analizuar lidhjen që ekziston ndërmjet dy ndryshoreve. Për të identifikuar nëse marrëdhënia midis variablave është pozitive apo negative në vazhdim kryhet kjo analizë.

Në vijim Tabelat 20, 21 dhe 22 të paraqitura tek shtojca D, tregojnë koeficientet e korrelacionit midis variablave të pavarura dhe strukturës së kapitalit të raporteve të BT, BAGJ, BASH-së për tërë mostrat. Koeficienti i korrelacionit linear (r) mat “*forcën*” e

një marrëdhënie lineare midis variablave e cila mund të jetë e dobët, mesatare ose e forte, gjithashtu mat edhe “*drejtimin*” e cila mund të jetë pozitiv ose negativ. Nëse koeficienti (r) është më i madh se 0.8, kjo tregon një marrëdhënie të fortë pozitive midis variablave. Nëse koeficienti i korrelacionit (r) është më i vogël se 0.25, kjo tregon një marrëdhënie të dobët pozitive midis variablave dhe nëse koeficienti është në intervalin $0.25 < r < 0.75$ tregon një marrëdhënie mesatare pozitive midis variablave (Gujarati, 2004, pp. 86–87.).

Siç mund të vëzhgojmë, në asnjë rast koeficientët nuk e kalojnë vlerën 0.8, dhe kjo mund të verifikohet edhe përmes vlerave të faktorit të inflacionit të variancës (VIF) (referuar tabelës 24 tek shtojca D). Tabela 20 tek shtojca D tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me borxhin total BT-në. Borxhi total (BT) ka një korrelacion pozitiv me trupëzimin e aktiveve (TA), dhe mundësitë e rritjes (MRR), dhe një korrelacion të dobët pozitiv me kthimin nga kapitali (ROE). Gjithashtu borxhi total BT tregon një korrelacion negativ me kthimin nga aktivet (ROA), përfitimet tatimore jo - borxh (PTJB), moshën e firmës (MOF), raportin e likuiditetit (LF), dhe fleksibilitetin e firmës (FF) dhe një korrelacion të dobët negativ me madhësinë e firmës (MF). Në të gjitha rastet, koeficientët janë statistikisht të rëndësishëm, përveç rastit të kthimit nga kapitali (ROE) dhe madhësisë së firmës (MF).

Ndërsa Tabela 21 tek shtojca D tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me borxhin afatgjatë BAGJ-në. Borxhi afatgjatë ka një korrelacion pozitiv me trupëzimin e aktiveve (TA), me madhësinë e firmës (MF), me likuiditetin e firmës (LF) dhe një korrelacion të dobët pozitiv me mundësitë e rritjes (MRR), dhe me moshën e firmës (MOF). Gjithashtu Borxhi afatgjatë tregon një korrelacion negativ me kthimin nga aktivet (ROA) dhe një korrelacion të dobët negativ me përfitimet tatimore jo - borxh (PTJB), fleksibilitetin e firmës (FF), kthimin nga kapitali (ROE). Në të gjitha rastet, koeficientët janë statistikisht të rëndësishëm, përveç rastit të kthimit nga kapitali (ROE), përfitimet tatimore jo - borxh (PTJB), mundësitë e rritjes (MRR), moshën e firmës (MOF) dhe fleksibilitetin e firmës (FF). Së fundmi Tabela 22 tek shtojca D tregon korrelacionin midis variablave shpjeguese në lidhje me borxhin afatshkurtër BASH-në. Borxhi afatshkurtër ka një korrelacion të dobët pozitiv me kthimin nga kapitali (ROE) dhe mundësitë e rritjes (MRR). Gjithashtu borxhi afatshkurtër tregon një korrelacion negativ me kthimin nga aktivet (ROA), përfitimet tatimore jo borxh (PTJB), moshën e firmës (MOF), madhësinë e firmës (MF), raportin e likuiditetit (LF), dhe fleksibilitetin e firmës (FF) dhe një korrelacion të dobët negativ me trupëzimin e aktiveve (TA). Në të gjitha rastet, koeficientët janë statistikisht të rëndësishëm, përveç rastit të trupëzimit të aktiveve (TA), dhe kthimit nga kapitali (ROE).

Pra, si konkluzion analiza e korrelacionit shqyrton lidhjen midis variablave për të identifikuar drejtimin dhe forcën e saj. Rezultatet tregojnë se nuk ka korrelacion të fortë ndërmjet variablave, duke konfirmuar mungesën e multikolinearitetit. BT ka korrelacion pozitiv me TA dhe MRR dhe negativ me ROA, PTJB, MOF, LF dhe FF. BAGJ ka korrelacion pozitiv me TA, MF dhe LF, dhe negativ me ROA, PTJB dhe FF. BASH ka korrelacion të dobët pozitiv me ROE dhe MRR, ndërsa negativ me ROA, PTJB, MOF, MF, LF dhe FF. Shumica e koeficientëve janë statistikisht të rëndësishëm kështu që mund të vazhdojmë më tej me testet e përshtatshmërisë së modelit të regresionit.

5.3 Testet e përshtatshmërisë së modelit të regresionit

Në këtë seksion paraqiten analizat statistikore të modelit të shpjeguar më parë tek kapitulli i 4-të mbi pesë supozimet klasike, përfshirë normalitetin, linearitetin, multikolinearitetin, autokorrelacionin dhe heteroskedasticitetin. Analizat mbi testet e përshtatshmërisë së modelit të regresionit janë të domosdoshme për të kuptuar nëse modeli ynë është i “shëndetshëm” dhe si pasojë rezultatet nuk janë të njëanshme. Analiza e normalitetit përdor testin Jarque-Bera për të vlerësuar shpërndarjen e mbetjeve. Lineariteti vlerësohet përmes devijacionit standard, ndërsa multikolineariteti analizohet me faktorët e inflacionit të variancës (VIF). Autokorrelacioni testohet me Breusch-Godfrey LM Test, dhe heteroskedasticiteti me testin Breusch-Pagan-Godfrey. Rezultatet tregojnë disa shkelje të supozimeve klasike, të cilat duhen adresuar më tej për të arritur një model më të saktë. Në vijim do të shikojmë në veçanti të pesta rastet e supozimeve klasike.

5.3.1 Analiza e normalitetit

Një nga mënyrat e kontrollit të normalitetit është me matjet e testit të jarque-bera. Shpërndarja probabilitare normale e mbetjeve tregon nëse mbetjet e standardizuara mund të kenë ardhur nga një shpërndarje normale. Një shpërndarje probabilitare normale e mbetjeve të standardizuara na tregon nëse supozimi i normalitetit të gabimeve të rastit është i përshtatshëm për modelin tonë. Për të testuar shpërndarjen normale ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Mbetjet janë të shpërndara normalisht

H1: Mbetjet nuk janë të shpërndara normalisht

Nga rregulli bazë nëse probabiliteti P- vlera < 0.05 , atëherë refuzojmë Ho. Nga paraqitja grafike e figurave 5.6, 5.7, 5.8, 5.9, 5.10 dhe 5.11 tek shtojca D, meqenëse probabiliteti i Jarque – Bera është 0.000 më i vogël se 0.05, (përveç borxhit afatshkurtër) atëherë mund të themi që refuzojmë hipotezën null dhe pranojmë hipotezën alternative. Në këtë rast do të themi se mbetjet në modelin tonë nuk janë të shpërndara normalisht. Vlen të theksojmë siç argumentohet nga Gujarati (2004) se në një panel të madh të dhënash (më shumë se 100 vëzhgime) një supozim i normalitetit nuk merr një rol kritik dhe mund të relaksohet. Gjithashtu sipas Hair et al., (2006), Pallant (2007), Tabachnik dhe Fidell (2007) tregojnë se në një madhësi të madhe kampioni (më shumë se 200 vëzhgime), shkelja e supozimit të normalitetit nuk duhet të shkaktojë ndonjë problem të madh. Paraqitja grafike e kuartileve të variablave Figura 18 tek shtojca D është element i përshkrimit të serive dhe sa më pranë vijës të jenë pikat e grafikut, aq më normalisht shpërndahen variablat. Nga figura vërejmë se kuartilet (pikat nga vëzhgimet e kampionit) shkojnë shumë pranë vijës së shpërndarjes normale, duke na treguar një cilësi të mirë të variablave si kusht i domosdoshëm për tu përfshirë në model.

5.3.2 Analiza e linearitetit

Për të vërejtur nëse modeli ynë është linear e cila na mundëson përdorimin e metodës së regresionit të shumëfishtë i referohemi të dhënave të tabelës 5.10 tek shtojca D. Nga Tabela 23 mund të vëmë re se standard deviation tek statistika përshkruese e variablit të varur BT është (0.2367) i cili është më i madh se standart deviation tek grafiku i mbetjeve (0.1786) Figura 19 tek shtojca D. Në këtë rast mund të themi se modeli ynë

është linear e cila na mundëson përdorimin e metodës së regresionit të shumëfishtë (MLR).

5.3.3 Analiza e multikolinearitetit

Një shqetësim tjetër statistikor që duhet marrë parasysh për të parandaluar rezultatet e njëanshme është ekzistenca e multikolinearitetit midis variablave të pavarur në këtë studim. Është e mundur që disa variabla të pavarur të jenë të lidhur në mënyrë të fortë me njëri-tjetrin. Prania e multikolinearitetit midis variablave të përzgjedhur e vështirëson vlerësimin dhe testimin e hipotezave, të cilat varen nga llogaritja e koeficientëve individualë në regresion, dhe gjithashtu prodhon rezultate të njëanshme (Gujarati, 2004). Sipas Gujarati (2004), për më tepër, kur koeficientët e vlerësuar janë individualisht statistikisht të rëndësishëm, siç tregohet nga t-statistikat dhe probabilitetet përkatëse, dhe R^2 i korrigjuar është i lartë, multikolineariteti mund të mos jetë një problem i rëndësishëm. "Qasja e faktorëve të inflacionit të variancës, ose metoda (VIF), përdoret për të përcaktuar nëse ekziston multikolinearitet midis variablave të pavarur" (Gujarati, 2004). Metoda (VIF) mat shkallën në të cilën varianca e koeficientëve të regresionit të parashikuar është e ekzagjeruar në krahasim me rastin kur përcaktuesit nuk tregojnë një marrëdhënie lineare. Pra, ky tregues, i cili llogaritet duke përdorur formulën (2) të mëposhtme, tregon se sa shumë çdo variabël i pavarur mund të shpjegohet nga të tjerët.

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

R_i^2 tregon koeficientin e përcaktueshmërisë ndërsa treguesi ($1/VIF$) mat tolerancat, të cilat paraqiten në tabelën 5.11 tek shtojca D. Nga rregulli bazë, një VIF më i madh se 10-të tregon praninë e një kolineariteti të dëmshëm midis variablave (Gujarati, 2004). Siç mund të vëzhgojmë nga analiza e multikolinearitetit nga tabelat 5.7, 5.8 dhe 5.9 tek shtojca D në asnjë rast koeficientët nuk e kalojnë vlerën 0.8, gjithashtu ky rezultat mund të verifikohet edhe përmes vlerave të faktorit të inflacionit të variancës VIF e cila është paraqitur në tabelën 24. Nga Tabela 24 mund të vërejmë se në asnjë rast vlera VIF (centered) nuk është më i madh se 10, kjo na tregon se nuk gjendemi përballë problemit të multikolinearitetit midis variablave.

5.3.4 Analiza e autokorrelacionit

Nisur nga supozimet e përshtatshmërisë së modelit (MLR) paraqitur në kapitullin e 4-të, është e domosdoshme përpara se të përzgjedhim modelin tonë më të përshtatshëm të kryejmë testet e autokorrelacionit dhe në vazhdim të heteroskedasticitetit të të dhënave³⁴. Për të testuar fillimisht autokorrelacionin në modelin tonë ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Nuk ekziston autokorrelacion

H1: Ekziston autokorrelacion

Nga rregulli bazë nëse probabiliteti P- vlera < 0.05 , atëherë refuzojmë H_0 . Nga Tabela 25 meqenëse probabiliteti i F-statistika është më e vogël se 0.05, atëherë mund të themi që refuzojmë hipotezën null dhe pranojmë hipotezën alternative që do të thotë se ekziston autokorrelacion në modelin tonë.

³⁴ Për testet ekonometrike të përshtatshmërisë së modelit është përdorur programi statistikor Eviews 12.

Tabela 25. Paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	171.8443	Prob. F(1,374)	0.0000
Obs*R-squared	103.5707	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Gjithashtu nga Tabela 26 e paraqitur tek shtojca D konfirmojmë se kemi prezencë autokorrelacioni për shkak se probabilitetet janë më të vogla se (5%) nivel rëndësie, që do të thotë që mbetet janë të korreluara në mënyrë seriale. Nga Tabela 26 mund të verifikohet përsëri ku në të cilën paraqitja grafike e kuadrateve të shprehur në kollona qëndron jashtë kufirit të vlerave të saj.

5.3.5 Analiza e heteroskedasticitetit

Në vazhdimësi nga sa referuam në analizën e autokorrelacionit është e nevojshme për të vijuar më tej me testet e regresionit, të kryejmë paraprakisht edhe testin e heteroskedasticitetit. Për të testuar heteroskedasticitetin në modelin tonë ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Ekziston evidence e rëndësishme e homoskedasticitetit

H1: Ekziston evidence e rëndësishme e heteroskedasticitetit

Nga rregulli bazë nëse probabiliteti P- vlera < 0.05 , atëherë refuzojmë Ho. Meqenëse nga Tabela 27 probabiliteti i F-statistika është më e vogël se 0.05, atëherë mund të themi që refuzojmë hipotezën null dhe pranojmë hipotezën alternative që do të thotë se ekziston evidencë e rëndësishme e heteroskedasticitetit.

Tabela 27 paraqet testin Breusch-pagan Godfrey për heteroskedasticitetin.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	5.688271	Prob. F(9,374)	0.0000
Obs*R-squared	43.79974	Prob. Chi-Square(9)	0.0000
Scaled explained SS	77.01596	Prob. Chi-Square(9)	0.0000

Burimi: përpunimet e autorit

Pra, si konkluzion ky seksion paraqet analizat statistikore të modelit mbi pesë supozimet klasike: normalitetin, linearitetin, multikolinearitetin, autokorrelacionin dhe heteroskedasticitetin. Këto analiza janë të rëndësishme për të vlerësuar përshtatshmërinë, saktësinë dhe besueshmërinë e modelit të regresionit. Analiza e normalitetit kryhet me testin Jarque-Bera, i cili tregon se mbetet nuk janë të shpërndara normalisht, por kjo mund të mos jetë problem për kampione të mëdha. Analiza e linearitetit tregon se modeli është linear, duke lejuar përdorimin e regresionit të shumëfishtë. Analiza e multikolinearitetit përmes faktorëve (VIF) tregon se nuk ka probleme të ndjeshme të multikolinearitetit midis variablave të pavarur. Analiza e autokorrelacionit përmes testit Breusch-Godfrey tregon prezencën e autokorrelacionit në model dhe në fund analiza e heteroskedasticitetit përmes testit Breusch-Pagan-Godfrey tregon se ekziston heteroskedasticitet i rëndësishëm. Rezultatet tregojnë se disa nga supozimet klasike janë shkelur, dhe këto të fundit duhet të adresohen për të përmirësuar saktësinë e modelit. Në vijim do të shohim disa nga metodat më të

spikatura për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit në modelin tonë.

5.3.6. Metodatat për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit.

Në vijim të këtij nën seksioni paraqiten disa nga metodatat më të spikatura për të zgjidhur problemin e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit kur ato janë të pranishme në model. Ato janë të renditura si në vijim:

Metoda e parë: Sipas Arellano dhe Bond (1991), për të zgjidhur problemin e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit e ribëjmë testin por tashmë duke shtuar një variabël të pavarur në model. Në këtë rast kemi shtuar variablin borxhi total me një periudhë të vonuar BT (-1). Nga tabelat 5.15 dhe 5.16 tek shtojca D mund të vërejmë se duke shtuar variablin borxhi total me një periudhë të vonuar, ka ndikuar drejtpërdrejtë duke rritur ndjeshëm treguesin Durbin-Watson në vlerën (2.017), shumë pranë vlerës së përshtatshme 2 për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit. Ndërsa për të rritur autokorrelacionin në modelin tonë ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Nuk ekziston autokorrelacion

H1: Ekziston autokorrelacion

Nga rregulli baze nëse probabiliteti i P- vlera e $(F) < 0.05$, atëherë refuzojmë Ho. Meqenëse nga Tabela 30 probabiliteti i F-statistika është (0.0539) më i madh se 0.05, atëherë mund të themi që pranojmë hipotezën null dhe refuzojmë hipotezën alternative që do të thotë se nuk ekziston autokorrelacion në modelin tonë. Në këtë mënyrë kemi eliminuar problemin e autokorrelacionit.

Tabela 30 paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.972243	Prob. F(2,374)	0.0539
Obs*R-squared	6.152627	Prob. Chi-Square(2)	0.0461

Burimi: përpunimet e autorit

Metoda e dytë: Sipas Granger dhe Newbold (1974) dhe Nelson dhe Plosser (1982), të cilët sugjerojnë transformimin në forme diferenciale të serive jo-stacionare për t'u bërë stacionare dhe për të parandaluar regresione të jo të besueshme, në këtë rast për të zgjidhur problemin e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit e ribëjmë testin por tashmë duke shtuar diferencial në të gjithë variablat në model. Rezultatet e regresionit me metodën OLS duke bërë transformimin në forme diferenciale tregohen në tabelën 31 tek shtojca D. Nga Tabela 31 vërehet se vlera e Durbin-Watson është rritur ndjeshëm në (2.14) pranë vlerës së përshtatshme. Nisur nga kjo, argumentimin e bërë mund ta verifikojmë edhe nëpërmjet testit Breusch-Godfrey Serial Correlation LM në tabelën 32 tek shtojca D. Nga Tabela 32 vërejmë se probabiliteti në këtë rast është sipër vlerës kritike (5%), kështu që mund të themi që nuk jemi më në prezencë të autokorrelacionit. Kjo vërtetohet gjithashtu edhe nga probabilitetet (sipër vlerës 5%) të tabelës 5.20 tek

shtojca D për të gjitha vlerat e AC dhe PAC per intervalin nga 1 tek 10-ta. Për të verifikuar eliminimin e prezencës së heteroskedasticitetit në model duke shtuar diferencial në të gjithë variablat sipas metodës 2 e ri bëjmë përsëri testin.

Nga rregulli bazë nëse $P\text{-vlera} < 0.05$, atëherë refuzojmë H_0 . Meqenëse nga Tabela 34 tek shtojca D probabiliteti i F-statistika dhe chi-square është 0.059 dhe 0.0621, më i madh se vlera kritike (0.05), atëherë mund të themi që pranojmë hipotezën null dhe refuzojmë hipotezën alternative që do të thotë se ekziston evidencë e rëndësishme e homoskedasticitetit ose nuk jemi në prezencë të heteroskedasticitetit. Në këtë rast mbetet janë homoskedastike. Kështu në këtë mënyrë testi i autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit kalon me besueshmëri të lartë. Tabela 35 në vijim tek shtojca D vjen me diskutimin mbi problemin e autokorrelacionit për vlerat e AC dhe PAC. Siç mund të shihet nga tabela më poshtë (statistika – Q), që shpesh preferohet nga studiuesit, në të cilën vihet re se probabilitetet janë më të mëdha se 5% dhe vlerat e kuadrateve të grafikëve bien brenda kufijve. Kjo tregon se modeli ynë nuk “vuan” me autokorrelacionin e termit të parë të gabimit, duke e bërë modelin e vlerësuar një model të mirë.

Metoda e tretë: Një alternative tjetër për zgjidhur problemin e prezencës së heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit arrihet duke kryer “*Testin HAC*”³⁵. Në tabelën 36 tek shtojca D janë paraqitur rezultatet e regresionit duke kryer komanden HAC test. Vlen të theksojmë që pavarësisht vlerave që mund të shfaqen në Durbin-Watson statistic (0.65), tashmë nëpërmjet teknikës së përmendur problemi i heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit është eliminuar duke zgjidhur gjithashtu edhe problemin e gabimeve standarde dhe kovariancës (Wooldridge, 2019).

Metoda e katërt: Sipas Huber (1967) dhe White, (1980), për eliminimin e prezencës së heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit një alternative tjetër arrihet duke kryer testin “*Huber White robust standard errors*”. Në tabelën 37 tek shtojca D janë paraqitur rezultatet e regresionit duke kryer komandën Huber White robust standard errors dhe në mënyrë analoge pavarësisht vlerave të Durbin-Watson statistic (0.65), problemi i heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit është eliminuar duke zgjidhur gjithashtu edhe problemin e gabimeve standarde dhe kovariancës njëkohësisht (Wooldridge, 2019). Kështu që për të adresuar problemet e heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit në modelin tonë, kemi aplikuar disa metoda korrigjuese të konsideruara në veçanti. Fillimisht, kemi shtuar një variabël të pavarur të vonuar BT (-1), e cila përmirësoi ndjeshëm treguesin Durbin-Watson dhe eliminoi autokorrelacionin. Më tej, kemi zbatuar një transformim diferencial mbi të gjithë variablat, e cila çoi në rritjen e stabilitetit të modelit dhe konfirmimin e mungesës së autokorrelacionit e heteroskedasticitetit. Si alternativa shtesë, kemi përdorur metodën HAC dhe testin “*Huber-White robust standard errors*”, të cilat eliminuan këto probleme duke korrigjuar gabimet standarde dhe kovariancën. Këto masa siguruan një model më të besueshëm dhe të qëndrueshëm statistikisht.

Pra, si konkluzion nga sa argumentuam, përse i përket problemit të autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit për korrigjimin e tij, në këtë punim është përdorur fillimisht nëpërmjet modelit statik metoda OLS me efekte fikse (FEM), duke shtuar variablin e varur të vonuar me një vit BT (-1). Në vazhdim nëpërmjet modelit dinamik në këtë

³⁵ Testi HAC (Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent), i njohur ndryshe edhe si Newey–West estimator: publikuar nga Newey, W. K. & West, K. D. (1987), “A Simple, Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix”, *Econometrica* 55:703–708.

punim është përdorur metoda (GMM) me transformimin difference e parë, teknika me dy hapa. Pra, duke përdorur dy metodat e sipërpërmendura të modelit statik dhe dinamik, ky problem në studimin tonë është eliminuar. Sipas analizës së supozimeve të përshtatshmërisë së normalitetit, linearitetit, multikolinearitetit të variablave, autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit themi se modeli i përzgjedhur i kalon të tëra testet e përshtatshmërisë së modelit. Mund të konkludojmë se modeli ynë është një model i përshtatshëm për të realizuar një studim të mëtejshëm për të identifikuar madhësitë e koeficientëve të variablave të pavarur ndaj variablave të varur.

5.4 Rezultatet e regresionit

Meqenëse modeli ynë rezultoi të jetë një model i përshtatshëm për të realizuar një studim të mëtejshëm, në këtë seksion kryejmë testet statistikore për të përcaktuar modelin më të përshtatshëm për analizën tonë. Fillimisht, krahasojmë modelin me efekte fikse (FEM) dhe modelin me grumbullim (POLS) duke përdorur testin Likelihood Ratio (Wooldridge, 2019, pp. 291–300). Më pas, krahasojmë modelin FEM me modelin me efekte të rastit (REM) përmes testit Hausman (Wooldridge, 2019, pp. 422–430). Bazuar në rezultatet e këtyre testeve, zgjedhim modelin me efekte fikse (FEM) si më të përshtatshmin për analizën tonë. Në vazhdim, paraqiten rezultatet e regresionit për raportin e borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër, duke analizuar ndikimin e variablave të pavarur mbi variablin e varur e ndarë për kampionin e plotë, sipas madhësisë dhe sipas grupimit sektorial. Në përfundim paraqiten rezultatet e regresionit sipas metodës GMM.

5.4.1 Testi i modelit më të përshtatshëm FEM apo POLS

Në vijim për të testuar se cili model është më i përshtatshëm me efekte fikse (FEM) apo me grumbullim (POLS) në modelin tonë ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Modeli me efekte të grumbullimit POLS është më i përshtatshëm

H1: Modeli me efekte fikse FEM është më i përshtatshëm

Për të testuar cili model është më i përshtatshëm fillimisht duhet të kryejmë regresionin me grumbullim POLS si në tabelën 5.25 tek shtojca E dhe në vazhdim testin Likelihood ratio si në tabelën 5.26 tek shtojca E. Nga rregulli bazë nëse $P\text{-vlera} < 0.05$, atëherë refuzojmë H_0 . Nëse kemi një $p\text{-vlerë}$ me rëndësi statistikore atëherë mund të themi se duhet të zgjedhim modelin me efekte fikse FEM, në të kundërt modelin me efekte të grumbullimit POLS. Meqenëse nga testi Likelihood ratio rezultoi se probabiliteti i statistikës Chi-Square është (0.00), pra më e vogël se 0.05, atëherë mund të themi që refuzojmë hipotezën null dhe pranojmë hipotezën alternative që do të thotë se modeli më i përshtatshëm për tu përdorur në studimin tonë është modeli me efekte fikse FEM.

5.4.2 Testi i modelit më të përshtatshëm FEM apo REM

Për të testuar se cili model është më i përshtatshëm me efekte fikse (FEM) apo me efekte të rastit (REM) ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Modeli me efekte të rastit REM është më i përshtatshëm

H1: Modeli me efekte fikse FEM është më i përshtatshëm

Për të testuar cili model është më i përshtatshëm fillimisht duhet të kryejmë regresionin me efekte të rastit REM si në tabelën 40 tek shtojca E dhe në vazhdim testin Hausman si në tabelën 41 në vijim tek shtojca E. Kështu që për vlerësuar modelin më të përshtatshëm për studimin tonë kryejmë testin Hausman ndërmjet modelit me efekte të rastit dhe modelit me efekte fikse. Rezultati i probabilitetit do të na tregojë se cili model është më i drejtë për tu përdorur në studim për të shpjeguar ndikimin e variablave të pavarur tek variabli i varur. Nga rregulli bazë nëse $P\text{-vlera} < 0.05$, atëherë refuzojmë H_0 . Nëse kemi një $p\text{-vlerë}$ me rëndësi statistikore atëherë mund të themi se duhet të zgjedhim modelin me efekte fikse FEM, në të kundërt modelin me efekte të rastit REM. Megjithatë nga testi Hausman rezultoi se probabiliteti i statistikës Chi-Square është (0.00), pra më e vogël se 0.05, atëherë mund të themi që refuzojmë hipotezën null dhe pranojmë hipotezën alternative që do të thote se modeli më i përshtatshëm për tu përdorur në studimin tonë është modeli me efekte fikse FEM.

5.4.3 Rezultatet e regresionit me modelin më të përshtatshëm të raportit të borxhit total.

Në vijim do të shikojmë rezultatet e regresionit të raportit të borxhit total BT me efekte fikse FEM të 75 firmave gjatë periudhës 2019-2023. Rezultatet e regresionit janë testuar nëpërmjet modelit i cili rezultoi të ishte më i përshtatshmi, modeli me efekte fikse (FEM).

Për të shqyrtuar rëndësinë statistikore të variablave të përzgjedhur dhe për të testuar hipotezat e ngritura, $t\text{-vlerat}$ e analizës së regresionit duhet të jenë më të mëdha se 1.645 (për një nivel besimi 90 përqindje ose nivel rëndësie 10 përqindje), 1.96 (për një nivel besimi 95 përqindje ose nivel rëndësie 5 përqindje), dhe 2.58 (për një nivel besimi 99 përqindje ose nivel rëndësie 1 përqindje). Sipas nivelit përkatës të rëndësisë, mund të deklarojmë se variabli i pavarur në hetim ka një ndikim të rëndësishëm mbi variablin e varur nëse ndonjë nga këto kushte plotësohet (Wooldridge, 2019, pp. 262–299). Ndërsa $p\text{-vlerat}$ me dy anë testojnë rëndësinë statistikore të çdo variabli të pavarur të përzgjedhur. Kështu nëse $p\text{-vlera}$ është më e vogël se 0.01 (1%), 0.05 (5%) ose 0.1 (10%), atëherë mund të themi se koeficienti është i rëndësishëm përkatësisht në nivelin 1 përqindje, 5 përqindje ose 10 përqindje. Në tabelat përmbledhëse të rezultateve të regresionit në koherencë me studimet analoge niveli i rëndësisë do të shënohet me simbolet respektive ***, ** dhe * sipas rënditjes së mësipërme (Gujarati, 2004, pp. 85-95). Ndërsa $F\text{-statistika}$ tregon nëse tërë variablat e marra së bashku janë statistikisht të rëndësishme (ose modeli në tërësi është model i mirë), ndryshe nga $t\text{-vlera}$, e cila teston rëndësinë statistikore në mënyrë të veçantë të çdo variabli të pavarur. Nëse $P\text{-vlera}$ e (F) është më e vogël se 5%, mund të themi se në tërësi modeli ynë është statistikisht i rëndësishëm dhe variablat e pavarur ndikojnë me rëndësi statistikore tek variabli i varur. (Wooldridge, 2019).

Tabela 42 tek shtojca E paraqet rezultatet e regresionit të raportit të borxhit total BT me efekte fikse FEM të 75 firmave gjatë periudhës 2019-2023. Nga tabela vërejmë se $vlera$ e R^2 të korriguar tregon se rreth 91.87 përqindje e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit total varet nga variablat specifike të përcaktuara, ndërsa diferenca i përket variablave të cilët nuk janë marre në konsideratë në këtë studim. $F\text{-statistika}$ e cila është e afërsisht e barabartë me 41.26 dhe $P\text{-vlera}$ e (F) me 0.00, e cila është më e vogël se 5%, tregon se modeli i zgjedhur është model i mirë dhe i përshtatshëm. Gjithashtu duke parë $t\text{-vlerat}$ dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si borxhi

total me një periudhë të vonuar BT (-1), kthimi nga kapitali ROE, kthimi nga aktivet ROA, mundësitë e rritjes MRR, likuiditeti i firmës LF, janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit total. Kështu koeficientët e variablave BT (-1), ROA, ROE dhe MRR janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqindje nivel rëndësie, ndërsa koeficienti i LF është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kenë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit total janë BT (-1), ROE, MRR, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.4141), (0.1013), (0.0248). Faktorët e tjerë ROA dhe LF ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit total, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.6778) dhe (0.0059).

Nga rezultatet e tabelës vërejmë se lidhja midis BT-së dhe ROA-së është negative dhe e fortë, ndërsa me BT (-1) është pozitive dhe e fortë. Kështu një ulje e ROA-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit total me (0.6778) herë ose 67.78 përqindje ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e BT (-1) -së, e ROE -së, dhe MRR-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit borxhit total me (0.4141) herë ose 41.41 përqindje, me (0.1013) herë ose 10.13 përqindje për ROE-ne dhe (0.0248) herë ose 2.48 përqindje për MRR-ne respektivisht. Në përfundim një rritje e LF-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në uljen e raportit të borxhit total me (0.0059) herë ose 0.59 përqindje.

Borxhi i kaluar (BT(-1)) ka ndikim shumë të fortë dhe pozitiv në borxhin aktual, që do të thotë se borxhi ka një vazhdimësi në kohë. Firmat që kanë pasur borxh të lartë më parë, vazhdojnë të kenë borxh të lartë. ROE ka efekt pozitiv, firmat me kthim më të lartë mbi kapitalin zakonisht kanë edhe borxh më të lartë. Kjo mund të lidhet me faktin që firmat më fitimprurëse përdorin borxh për të zgjeruar aktivitetet dhe për të përfituar nga zbritjet tatimore për interesat e borxhit. ROA ka efekt negativ, firmat që janë më efikase në përdorimin e aktiveve për të gjeneruar fitim (ROA më i lartë) kanë më pak nevojë për borxh të lartë. MRR ka efekt pozitiv dhe të rëndësishëm, që sugjeron se me rritjen e mundësive për rritje (MRR), borxhi total i firmës gjithashtu rritet. Një rritje në MRR sinjalizon besim në potencialin e firmës për të zhvilluar aktivitetin, dhe për këtë përdorin borxh si burim financimi. Kjo është e pritshme dhe shpesh pozitive, por duhet monitoruar që niveli i borxhit të jetë i menaxhueshëm. LF ka një efekt negativ, që tregon se sa më i lartë të jetë likuiditeti i firmës, aq më i ulët është niveli i borxhit total. Likuiditeti i lartë do të thotë që firma ka fonde të lëvizshme ose aktive likuide të mjaftueshme për të përmbushur detyrimet afatshkurtra pa pasur nevojë të marrë borxh të shtuar. Pra, firmat më likuide kanë më pak nevojë për borxh. Variablat e tjerë (TA, PTJB, MOF, MF, FF) nuk janë statistikisht të rëndësishëm në model dhe si pasojë nuk konsiderohen për interpretime të mëtejshme. ROE mat fitimin që firma gjeneron për aksionarët për çdo njësi kapitali të investuar dhe një ROE i lartë nxit investorët dhe menaxhmentin të zgjerohen, shpesh duke përdorur borxh për të financuar projekte që mund të rrisin fitimet. Në regresion rezultoi se ROE ka efekt pozitiv në borxhin total. Kjo do të thotë që firmat që arrijnë kthim më të lartë mbi kapitalin janë më të gatshme ose më në gjendje të marrin borxh për të financuar rritjen e tyre. Një firmë me ROE të lartë ka më shumë mundësi të ketë qasje në financim për shkak të reputacionit më të mirë dhe perspektivave pozitive të fitimit. Borxhi mund të përdoret si levë për të rritur investimet dhe fitimet. Nëse nuk menaxhohet mirë, financimi me borxh mund të çojë në rritje të rrezikut financiar dhe probleme likuiditeti. Ndërsa ROA, mat efikasitetin e menaxhimit në përdorimin e aktiveve totale për të gjeneruar fitim. Në regresion, ROA ka efekt negativ në borxhin total dhe kjo tregon se firmat që janë më efikase në përdorimin e aktiveve (pra, kanë ROA më të lartë) zakonisht kanë më pak nevojë për borxh. Efikasiteti në menaxhim do të thotë që firma mund të përdorë aktivet ekzistuese

për të gjeneruar fitim pa u varur shumë nga financimi i jashtëm. Kur aktivet përdoren në mënyrë optimale, firmat mund të financojnë aktivitetet me burime të brendshme (fitime ose likuiditet), duke ulur nevojën për huamarrje.

Pra, si konkluzion modeli për borxhin total BT është testuar dhe vlerësuar me t-vlera, p-vlera dhe F-statistikë, duke u konfirmuar si i përshtatshëm dhe model i mire. Variablat e rëndësishëm për përcaktimin e raportit të borxhit total përfshijnë BT (-1), ROE, ROA, MRR dhe LF. Faktorët BT (-1), ROE dhe MRR kanë ndikim pozitiv, ndërsa ROA dhe LF ndikojnë negativisht. Modeli tregon që borxhi është shumë i lidhur me veten, dhe performanca financiare (ROE dhe ROA) ka ndikim të ndryshëm në nivelin e borxhit. Firmat me kthim më të lartë mbi kapitalin kanë tendencë të përdorin më shumë borxh, ndërsa ato më efikase në përdorimin e aktiveve kanë borxh më të ulët. ROE dhe ROA janë dy dimensione të ndryshme, por të lidhura të performancës financiare. Nga njëra anë ROE reflekton fitimin për aksionarët dhe tendencën për të përdorur borxh për rritje të mëtejshme, nga ana tjetër ROA reflekton efikasitetin operativ dhe ndikimin në nevojën për borxh. Një menaxhim i mirë i firmës synon të rrisë të dy treguesit, duke balancuar rritjen dhe efikasitetin operacional për të minimizuar rrezikun dhe maksimizuar vlerën.

5.4.4 Rezultatet e regresionit me modelin më të përshtatshëm të raportit të borxhit afatgjatë.

Në vijim do të shikojmë rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë BAGJ me efekte fikse FEM të 75 firmave gjatë periudhës 2019-2023.

Tabela 43 tek shtojca E paraqet rezultatet e regresionit të borxhit afatgjatë BAGJ me efekte fikse FEM. Nga tabela vërejmë se vlera e R^2 të korrektuar tregon se rreth 85.52 përqindje e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë varet nga variablat specifike të përcaktuara. F-statistika e cila është e afërsisht e barabartë me 22.02 dhe P-vlera (F) me 0.0000 më të vogël se 5%, tregon se modeli i zgjedhur është model i mirë dhe i përshtatshëm për studim. Gjithashtu duke parë t-vlerat dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si borxhi afatgjatë me një periudhë të vonuar BAGJ (-1), kthimi nga aktivet ROA, dhe mundësitë e rritjes MRR, janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë. Kështu koeficientët e variablave BAGJ (-1), janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqindje nivel rëndësie, ndërsa koeficienti ROA dhe MRR është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kenë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit afatgjatë janë BAGJ (-1), dhe MRR, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.2375) dhe (0.017). Faktorët e tjerë si ROA ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit afatgjatë, koeficienti i së cilës është përkatësisht (0.2717). Nga rezultatet e tabelës 5.30 vërejmë se lidhja midis BAGJ-së dhe ROA-së është negative dhe jo shumë e fortë, ndërsa me BAGJ (-1) është pozitive dhe gjithashtu jo shumë e fortë. Kështu që një ulje e ROA-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me (0.2717) herë ose 27.17 përqindje ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e BAGJ (-1)-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me (0.2375) herë ose 23.75 përqindje. Ndërsa një rritje e MRR-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me (0.017) herë ose 1.7 përqindje.

Pra, si konkluzion modeli i BAGJ ka një R^2 të korrigjuar prej 85.52%, duke treguar se variablat specifike janë të rëndësishme për shpjegimin e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë. Faktorët e rëndësishëm janë BAGJ (-1), ROA dhe MRR. BAGJ (-1) dhe MRR kanë ndikim pozitiv mbi raportin e borxhit afatgjatë, ndërsa ROA ka ndikim negativ.

5.4.5 Rezultatet e regresionit me modelin më të përshtatshëm të raportit të borxhit afatshkurtër.

Në vijim të këtij nën seksioni tek Tabela 44 tek shtojca E paraqiten rezultatet e regresionit borxhit afatshkurtër BASH me efekte fikse FEM të 75 firmave gjatë periudhës 2019-2023.

Nga tabela vërejmë se vlera e R^2 të korrigjuar tregon se rreth 87.92 përqindje e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit total varet nga variablat specifike të përcaktuara, ndërsa diferenca i përket variablave të cilët nuk janë të përfshirë në këtë studim. F-statistika e cila është e afërsisht e barabartë me 26.92 dhe P-vlera e (F) me 0.00 më e vogël se 5%, tregon se modeli i zgjedhur është model i mirë sepse variablat e pavarur të marrë të gjithë së bashku në tërësi shpjegojnë me rëndësi statistikore variablin e varur. Gjithashtu duke parë t-vlerat dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si borxhi afatshkurtër me një periudhë të vonuar BASH (-1), kthimi nga aktivet ROA, dhe likuiditeti i firmës LF, janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër. Kështu koeficientët e variablave BASH (-1), ROA, janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqindje nivel rëndësie, ndërsa koeficienti i LF është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kenë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit total janë BASH (-1), koeficienti i të cilit është përkatësisht (0.3103). Faktorët e tjerë ROA dhe LF ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit afatshkurtër, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.4234) dhe (0.0076).

Nga rezultatet e tabelës 5.31 vërejmë se lidhja midis BASH-së dhe ROA-së është negative dhe e fortë, ndërsa me BASH (-1) është pozitive dhe e fortë. Kështu një ulje e ROA-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatshkurtër me (0.4234) herë ose 42.34 përqindje ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e BASH (-1)-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatshkurtër me (0.3103) herë ose 31.03 përqindje. Ndërsa një rritje e LF-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në uljen e raportit të borxhit afatshkurtër me (0.0076) herë ose 0.76 përqindje.

Në përfundim modeli i BASH ka një R^2 të korrigjuar prej 87.92%, duke treguar se variablat specifike janë të rëndësishme për shpjegimin e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatshkurtër. Faktorët e rëndësishëm janë BASH (-1), ROA dhe LF. BASH (-1) ka ndikim pozitiv mbi raportin e borxhit afatshkurtër, ndërsa ROA dhe LF kanë ndikim negativ.

Tabela 45. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023 sipas tre modeleve.³⁶

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
Konstantja	0.296317	-0.397280	0.714324*
BT, BAGJ, BASH:(-1)	0.414121***	0.237558***	0.310336***
TA	-0.008422	0.019255	-0.029649
ROE	0.101399***	0.049466	0.073596
ROA	-0.677871***	-0.271799***	-0.423469***
PTJB	0.059091	0.049139	0.014824
MRR	0.024822***	0.017055**	0.011493
MOF	-0.060204	-0.016862	-0.055470
MF	0.012019	0.026383	-0.010671
LF	-0.005979**	0.001977	-0.007612**
FF	0.003469	-0.002623	0.006028
R ²	0.941597	0.895882	0.913180
R ² i korrektuar	0.918779	0.855203	0.879260
F (10, 300)	41.26548	22.02332	26.92136
P-vlera (F)	0.000000	0.000000	0.000000

Modeli i parë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike si në tabelën 5.32. Në formë ekuacionale do të paraqitesh:

$$BT = f(BT(-1), TA, ROE, ROA, PTJB, MRR, MOF, MF, LF, FF)$$

$$BT = 0.29 + 0.41 BT(-1) - 0.0084 TA + 0.1013 ROE - 0.6778 ROA + 0.059 PTJB + 0.024 MRR - 0.06 MOF + 0.012 MF - 0.0059 LF + 0.0034 FF$$

Modeli i dytë i shqyrtuar është regresioni që shpreh Borxhin afatgjatë (BAGJ) në funksion të variablave specifike:

$$BAGJ = -0.39 + 0.23 BAGJ(-1) + 0.019 TA + 0.049 ROE - 0.27 ROA + 0.049 PTJB + 0.017 MRR - 0.019 MOF + 0.026 MF + 0.0019 LF - 0.0026 FF$$

Modeli i tretë i shqyrtuar është regresioni që shpreh Borxhin afatshkurtër (BASH) në funksion të variablave specifike:

$$BASH = 0.71 + 0.31 BASH(-1) - 0.029 TA + 0.073 ROE - 0.42 ROA + 0.014 PTJB + 0.011 MRR - 0.055 MOF - 0.01 MF - 0.0076 LF + 0.006 FF$$

Pra, si konkluzion rezultatet të përmbledhura të regresionit me efekte fikse të ndikimit të faktorëve specifike të firmave mbi levën financiare paraqiten në tabelën 5.32. Vlen të theksojmë se të tria modelet rezultojnë të jenë të rëndësishëm statistikisht, e thënë ndryshe të tria modelet në tërësi janë modele të mirë. Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit total BT janë BT (-1), ROE, ROA, MRR, dhe LF.

³⁶ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë BAGJ janë BAGJ (-1), ROA, dhe MRR. Ndërsa variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër BASH janë BASH (-1), ROA, dhe LF. Variablat e tjerë nuk janë statistiskisht të rëndësishëm në përcaktimin e tre raporteve të borxhit dhe për këtë arsye nuk janë objekt i analizave dhe interpretimeve të mëtejshme.

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

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 ri klasifikim i firmave të ndara në tre grupe: të mëdha, të mesme dhe të vogla.

Për të bërë këtë klasifikim e cila është paraqitur në tabelën 46 tek shtojca E, jemi bazuar në Ligjin 43/2022 mbi NMVM në RSH. Ndërsa në tabelën 47 tek shtojca E paraqitet rigrupimi i firmave në të vogla (5 firma me 25 vëzhgime në total), të mesme (10 firma me 50 vëzhgime në total) dhe në të mëdha (60 firma me 300 vëzhgime në total). Nga tabela vërejmë që pjesa më e madhe i përkasin grupit të tretë (firma të mëdha) e cila zë edhe peshën më specifike me 80 përqindje ndaj totalit, kjo përzgjedhje është bërë në përputhje me objektin dhe qëllimin e studimit për besueshmërinë e të dhënave të marra në konsideratë.

Tabelat 48, 49, dhe 50 të shtojca E paraqesin statistikën përshkruese të tre grupeve të firmave. Nga rezultatet dallojmë qartë se firmat e vogla përdorin më pak borxh total BT dhe me shumë kapital (47.18 përqindje) sesa firmat e mëdha (55.59 përqindje) dhe të mesme (60.89 përqindje). Gjithashtu dhe niveli i borxhit afatgjatë të përdorur prej tyre është relativisht shumë më i ulët (1.35 përqindje) krahasuar me firmat e mëdha (17.62 përqindje) dhe të mesme (8.16 përqindje), e cila tregon qartë paaftësinë e tyre për të paguar kreditë si dhe mundësi më të vogël për të pasur akses në sigurimin e fondeve nga ana e institucioneve financiare. Rezultatet tregojnë se treguesi ROE dhe ROA janë të përafërt për firmat e vogla dhe të mesme por shumë të ndryshme nga ato të firmave të mëdha me një vlerë më të madhe. Ndërsa MRR janë më të mëdha në firmat e vogla me (26.62 përqindje) duke u reduktuar gradualisht me rritjen e madhësisë së firmës me (15.41 përqindje) për firmat e mesme dhe (14.9 përqindje) për ato të mëdha. Rezultatet gjithashtu tregojnë se treguesi LF janë të përafërt për firmat e mëdha (2.2 here) dhe të vogla (2.53 here) por shumë të ndryshme nga ato të firmave të mesme (1.49 herë).

Në tabelën 5.38 tek shtojcat paraqiten vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023. Figura 20, tek shtojca E paraqet vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023. Siç mund të vëmë re BASH-ja rritet gradualisht duke kaluar nga grupimi firma e vogël tek e mesme, dhe duke ndjekur një rënie në firma e madhe. Plotësisht e kundërta ndodh me BAGj-në, ajo ka një tendencë rritëse duke kaluar nga firma e vogël, të mesme dhe në të madhe. Kjo tregon qartë se duke u rritur madhësia e firmës ka tendencë të përdori më shumë borxh afatgjatë dhe me pak borxh afatshkurtër në strukturën e saj të kapitalit. Kjo vjen si rezultat i qasjes më të madhe që ato kanë nga institucionet kreditë dhënëse për sigurinë që ato ofrojnë në shlyerjen e rregullt të principalit dhe interesave.

Në Tabelën 52. tek shtojca E paraqiten rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, të borxhit afatgjatë dhe të borxhit afatshkurtër për grupimet

firma e vogël përgjatë periudhës së studimit 2019-2023. Ndërsa Tabela 53 tek shtojca E paraqet një përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total, afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër për grupimet firma e vogël. Vlera e R^2 të korrigjuar prej (0.9967) në modelin 1, tregon se afërsisht (99.67 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (29.83 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, dhe në modelin 3 se afërsisht (99.24 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatshkurtër, - shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave. Modeli 2 për BAGJ-në nuk paraqet rendësi statistikore për sa i përket p-vlerës së (F) (0.3227), dhe si pasojë nuk është një model i mirë për tu marrë në konsideratë.

Në Tabelën 54. tek shtojca E paraqiten rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, të borxhit afatgjatë dhe të borxhit afatshkurtër për grupimet firma e mesme përgjatë periudhës së studimit 2019-2023. Ndërsa Tabela 55 tek shtojca E paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total, afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër për grupimet firma e mesme. Vlera e R^2 të korrigjuar prej (0.8709) në modelin 1, tregon se afërsisht (87.09 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (91.69 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, dhe në modelin 3 se afërsisht (80.84 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, - shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave. Në këtë rast të tre modelet janë në tërësi statistikisht të rëndësishëm.

Në Tabelën 57. tek shtojca E paraqiten rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, të borxhit afatgjatë dhe të borxhit afatshkurtër për grupimet firma e madhe përgjatë periudhës së studimit 2019-2023. Ndërsa Tabela 57 tek shtojca E paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total, afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër për grupimet firma e madhe. Vlera e R^2 të korrigjuar prej (0.9190) në modelin 1, tregon se afërsisht (91.90 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (84.51 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, dhe në modelin 3 se afërsisht (87.92 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, - shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave. Diferenca i përket faktorëve të cilët nuk janë përfshirë në studimin tonë, edhe në këtë rast të tria modelet janë në tërësi statistikisht të rëndësishëm dhe si pasojë janë modele të mirë.

Tabela 58. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total BT, për grupimet firma e vogël, firma e mesme, firma e madhe për përgjatë periudhës 2019-2023.³⁷

Variablat	Modeli 1 E Vogël	Modeli 2 E Mesme	Modeli 3 E Madhe
E pavarura	BT	BT	BT
BT (-1)	0.488387**	0.198621	0.371766***
TA	0.561886	0.361703	-0.018671
ROE	0.694477	-0.025597	0.149497***
ROA	-1.261380**	-0.589085	-0.703425***
PTJB	-0.100936	0.158145	-0.313910

³⁷ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

MRR	0.196459*	0.010515	0.017066**
MOF	-0.096588	0.180679	-0.128628**
MF	0.221666*	0.117308	0.007828
LF	-0.013066	0.007028	-0.005974**
FF	-0.018159	0.102389	0.004304
C	3.612916**	-2.297562	0.611272*
R ²	0.999140	0.933800	0.942424
R ² i korrektuar	0.996730	0.870911	0.919055
F (10, 300)	414.7224	14.84822	40.32802
P-vlera (F)	0.000001	0.000000	0.000000

Modeli i parë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike për grupimet firma e vogël. Në formë ekuacionale do të paraqitesh:

$$BT = f(BT(-1), TA, ROE, ROA, PTJB, MRR, MOF, MF, LF, FF)$$

$$BT = -3.61 + 0.48 BT(-1) + 0.56 TA + 0.69 ROE - 1.26 ROA - 0.1 PTJB + 0.19 MRR - 0.09 MOF + 0.22 MF - 0.013 LF - 0.018 FF$$

Modeli i dytë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike për grupimet firma e mesme:

$$BT = -2.29 + 0.19 BT(-1) + 0.36 TA - 0.02 ROE - 0.58 ROA + 0.15 PTJB + 0.01 MRR - 0.18 MOF + 0.11 MF - 0.007 LF + 0.10 FF$$

Modeli i tretë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike për grupimet firma e madhe:

$$BT = 0.61 + 0.37 BT(-1) - 0.018 TA + 0.14 ROE - 0.7 ROA - 0.31 PTJB + 0.017 MRR - 0.12 MOF + 0.007 MF - 0.005 LF + 0.004 FF$$

Tabela 58 paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total BT, për grupimet firma vogël, firma e mesme, firma e madhe. Vlera e R² të korrektuar prej (0.9967) në modelin 1, tregon se afërsisht (99.67 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit për grupimet firma e vogël, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (87.09 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit për grupimet firma e mesme, dhe në modelin 3 se afërsisht (91.9 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit për grupimet firma e madhe, - shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave.

Pra, si konkluzion ky seksion shqyrton faktorët që ndikojnë në strukturën e kapitalit të firmave në varësi të madhësisë së tyre, duke i ndarë firmat në tre grupe: të vogla, të mesme dhe të mëdha. Pjesa më e madhe e firmave përket grupit të firmave të mëdha, që përbëjnë 80% të totalit. Rezultatet tregojnë se firmat e vogla përdorin më pak borxh dhe kanë kapital më të madh krahasuar me ato të mesme dhe të mëdha. Gjithashtu, firmat e mëdha kanë një borxh afatgjatë më të lartë, ndërsa ato të vogla përdorin më shumë borxh afatshkurtër. Analiza e regresionit tregon se faktorët specifikë të firmave shpjegojnë pjesën më të madhe të ndryshueshmërisë së raportit të borxhit për secilin grup firmash, me modelet që janë statistikisht të rëndësishëm për të gjitha grupet.

5.4.7 Rezultatet e regresionit nga grupimi i firmave në tregtare dhe jo - tregtare.

Duke vazhduar më tej me analizën, për të testuar nëse faktorët që ndikojnë në përcaktimin e strukturës së borxhit varen jo vetëm nga grupimi i madhësisë por edhe nga sektori i aktivitetit të firmave, në këtë studim është bërë një rigrupim i firmave në dy grupe: tregtare dhe jo tregtare.

Në Tabelën 60 tek shtojca E paraqiten rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, të borxhit afatgjatë dhe të borxhit afatshkurtër për grupimet firma tregtare përgjatë periudhës së studimit 2019-2023. Tabela 60 tek shtojca E paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total, afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër për grupimet firma tregtare. Vlera e R^2 të korrektuar prej (0.9436) në modelin 1, tregon se afërsisht (94.36 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (92.81 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, dhe në modelin 3 se afërsisht (90.57 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, - shpjegohet nga faktorët specifikët të firmave. Në Tabelën 62. tek shtojca E paraqiten rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, të borxhit afatgjatë dhe të borxhit afatshkurtër për grupimet firma jo - tregtare përgjatë periudhës së studimit 2019-2023. Tabela 62 tek shtojca E paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total, afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër për grupimet firma jo - tregtare. Vlera e R^2 të korrektuar prej (0.9148) në modelin 1, tregon se afërsisht (91.48 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit, - ndërsa në modelin 2 se afërsisht (84.35 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, dhe në modelin 3 se afërsisht (87.07 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të borxhit afatgjatë, - shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave.

Tabela 63. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total BT, për grupimet firma tregtare dhe jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023. ³⁸

Variablat	Modeli 1 Tregtare	Modeli 2 Jo - tregtare
E pavarura	BT	BT
BT (-1)	0.165982	0.457414***
TA	-0.007038	-0.011014
ROE	0.160842**	0.073684
ROA	-0.439072***	-0.739440***
PTJB	-0.473318	0.104996
MRR	0.011487	0.058483***
MOF	-0.212156**	-0.035542
MF	-0.013641	0.004811
LF	-0.016113***	-0.003614

³⁸ Shënim: * $p < 0.1$ (10% nivel rëndësie), ** $p < 0.05$ (5% nivel rëndësie), *** $p < 0.01$ (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit.

FF	-0.021783	0.000528
C	1.386490**	0.352253
R ²	0.962804	0.940163
R ² i korrektuar	0.943658	0.914831
F (10, 300)	50.28963	37.11300
P-vlera (F)	0.000000	0.000000

Modeli i parë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike për grupimet firma tregtare. Në formë ekuacionale do të paraqitesh:

$$BT = f(BT(-1), TA, ROE, ROA, PTJB, MRR, MOF, MF, LF, FF)$$

$$BT = 1.38 + 0.16 BT(-1) - 0.007 TA + 0.16 ROE - 0.43 ROA - 0.47 PTJB + 0.011 MRR - 0.21 MOF - 0.01 MF - 0.016 LF - 0.021 FF$$

Modeli i dytë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike për grupimet firma jo - tregtare.

$$BT = 0.35 + 0.45 BT(-1) - 0.01 TA + 0.07 ROE - 0.73 ROA + 0.1 PTJB + 0.058 MRR - 0.03 MOF + 0.0048 MF - 0.0036 LF + 0.0005 FF$$

Tabela 63 paraqet përmbledhje të rezultateve të regresionit me efekte fikse të ndikimit të variablave të pavarura mbi raportin e borxhit total BT, për grupimet firma tregtare dhe jo - tregtare. Vlera e R² të korrektuar prej (0.9436) në modelin 1, tregon se afërsisht (94.36 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit për grupimet firma tregtare, ndërsa në modelin 2 se afërsisht (91.48 përqindje) e ndryshueshmërisë së raportit të totalit të borxhit për grupimet firma jo - tregtare, shpjegohet nga faktorët specifikë të firmave. Faktorët që ndikojnë në mënyrë të rëndësishme në borxhin total BT për grupimin firma tregtare janë: ROA dhe LF me 1 përqindje nivel rëndësie (ose 99 përqindje nivel besueshmërie), ROE dhe MOF me 5 përqindje nivel rëndësie (ose 95 përqindje nivel besueshmërie). Ndërsa faktorët që ndikojnë në mënyrë të rëndësishme në borxhin total BT për grupimin firma jo - tregtare janë: BT (-1), ROA dhe MRR me 1 përqindje nivel rëndësie (ose 99 përqindje nivel besueshmërie). Të dy modelet janë në tërësi statistikisht të rëndësishme dhe si pasojë janë modele të mirë.

Pra, si konkluzion ky seksion gjithashtu shqyrton ndikimin e sektorit të aktivitetit në strukturën e borxhit, duke ndarë firmat në dy grupe: tregtare dhe jo tregtare. Rezultatet e regresioneve me efekte fikse (FEM) për secilin grup tregojnë se faktorët specifikë të firmave shpjegojnë ndryshueshmërinë e borxhit total, borxhit afatgjatë dhe borxhit afatshkurtër. Për firmat tregtare, faktorët më të rëndësishëm që ndikojnë në borxhin total janë ROA, LF, ROE dhe MOF, ndërsa për firmat jo - tregtare, faktorët kryesorë janë BT (-1), ROA dhe MRR. Të dy grupet tregojnë që modelet janë statistikisht të rëndësishme, duke vërtetuar edhe njëherë se faktorët specifikë të firmave kanë ndikim të konsiderueshëm në strukturën e borxhit të tyre.

5.4.8 Rezultatet e regresionit me modelin e metodës së përgjithësuar të momenteve GMM.

Modelet që kemi zhvilluar deri më tani analizonin vetëm nga pikëpamja statike (OLS) strukturën e borxhit, por studimi i strukturës së borxhit, parë kjo nga këndvështrimi i modeleve dinamike do të ndihmonte në nxjerrjen e rezultateve dhe përfundimeve më cilësore në kuadër të këtij studimi. Kështu që në vijim të këtij nën seksioni do të paraqitet një përshkrim i shkurtër i modelit dinamik GMM, testeve të përshtatshmërisë dhe me theks të veçantë mbi identifikimin dhe përzgjedhjen e variablave instrumental të njohur ndryshe si “variabla kontrolli”.

Tabela 64 tek shtojca E paraqet rezultatet e regresionit të raportit të borxhit total BT të firmave gjatë periudhës 2019-2023 me modelin dinamik (GMM) diferencë e parë. Nga rezultatet e regresionit mund të vërejmë që jemi në prezencë të një paneli të balancuar, e thënë ndryshe nuk kemi mungesë të të dhënave mbi vëzhgimet e kampionit. Një panel i balancuar në ndryshim nga një panel jo të balancuar shpreh rezultate më të besueshme dhe më konsistente për gjykim të mëtejshëm, kjo pasi të dhënat e vëzhguara janë te plota. Në modelin dinamik GMM është përdorur transformimi me diferencë të parë, e cila mund të evidentohet qarte në paraqitjen e instrumenteve variabël me një periudhë të vonuar. Vlen të theksohet se në modelin dinamik GMM është përdorur teknika me dy hapa dhe për të zgjidhur problemin e autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit janë përdorur komandat “White period instrument Weighting matrix dhe White period standard errors and covariance” (White, 1980, pp. 817–838). Për më tepër modeli dinamik GMM paraqet një kombinim të dy modeleve LS, modelit OLS (ordinary least square) dhe 2SLS (two stage least square), kjo e cilëson si modelin e duhur për tu përdorur në prani të një paneli të shkurtër dhe në prezencë të autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit të të dhënave (Wooldridge, 2019, pp. 379–390).

Vlen të përmendet fakti se theks të veçantë në aplikimin e modelit (GMM) i vihet vlefshmërisë së instrumenteve variabël të përzgjedhur. Për të verifikuar vlefshmërinë e instrumenteve variabël të përzgjedhur është e nevojshme të kryejmë testin e hipotezave si më poshtë:

H0: Çdo kufizim i mbi identifikimit është i vlefshëm.

H1: Të paktën një nga kufizimet e mbi identifikimit është i pavlefshëm.

Duke mos hedhur poshtë hipotezën H0 ose e thënë ndryshe nëse pranojmë H0, mund të themi që kemi mbështetje për vlefshmërinë e specifikimit të modelit dinamik. Vlefshmëria e instrumenteve është e vendosur kur p- vlera e testit Hansen - Sargan është ndërmjet vlerave të minimumit 0.25 dhe maksimumit të barabartë me 1 (Hansen, 1982; Sargan, 1985). Nga rregulli bazë nëse probabiliteti i P- vlera është ndërmjet vlerave $0.25 < p\text{-vlera} < 1$, atëherë mund të themi që pranojmë hipotezën null dhe refuzojmë hipotezën alternative që do të thotë se nuk kemi të bëjmë me mbi identifikim të instrumenteve, pra instrumentet variabël të përzgjedhur në modelin tonë janë të vlefshëm për modelin GMM diferencë e parë. Në këtë mënyrë kemi eliminuar problemin e përcaktimit të duhur të instrumenteve variabël të cilët janë të vlefshëm dhe të pa korreluara me mbetjet duke na shfaqur rezultate sa më të besueshme dhe jo te njëanshme (Arellano & Bond, 1991).

Gjithashtu J-statistika e cila është afërsisht e barabartë me (8.07) dhe P-vlera (J) me (0.3259) ndërmjet vlerave $0.25 < p\text{-vlera} < 1$ tregon se modeli i zgjedhur është model i mire që tregon se instrumentet janë të vlefshëm dhe i përshtatshëm për studim. Nisur nga ekuacioni (8) (kapitulli i 4-të) i regresionit të GMM mund të themi se një vlerë e lartë (α) që merr vlera $0 < \alpha < 1$ tregon një qëndrueshmëri të forte të variablit të pavarur

(Yit-1) në variablin e varur (Yit) (Roodman, 2009). Kështu që mund të themi se koeficienti i variablit të varur të vonuar me një periudhë BT (-1), me vlerë (0.47) është i qëndrueshëm në ndikimin mbi variablin e varur të borxhit total BT. Gjithashtu duke parë t-vlerat dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si: kthimi nga kapitali ROE, kthimi nga aktivet ROA, dhe likuiditeti i firmës LF, janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit total. Kështu koeficientët e variablave ROA, LF janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqindje nivel rëndësie, ndërsa koeficienti ROE është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kenë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit total janë ROE, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.5869). Faktorët e tjerë ROA dhe LF ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit total, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (1.5307) dhe (0.034). Nga rezultatet e tabelës vërejmë se lidhja midis BT-së dhe ROA-së është negative dhe e fortë, me LF është negative dhe e dobët ndërsa me ROE është pozitive dhe e fortë. Kështu një ulje e ROA-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit total me (1.53) herë ose (153.07 përqindje) ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e ROE-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit total me (0.5869) herë ose (58.69 përqindje). Në përfundim një rritje e LF-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në uljen e raportit të borxhit total me (0.0340) herë ose (3.4 përqindje).

Nisur nga supozimet e përshtatshmërisë të shprehura në kapitullin e 4-të, është e domosdoshme përpara se të përzgjedhim modelin GMM si të përshtatshëm për studimin tonë, të kryejmë fillimisht testet e autokorrelacionit dhe të heteroskedasticitetit të të dhënave. Për të testuar autokorrelacionin në modelin tonë ndërtojmë hipotezat si më poshtë:

Ho: Nuk ekziston autokorrelacion e rendit të 2-të

H1: Ekziston autokorrelacion i rendit të 2-të

Nga rregulli bazë nëse probabiliteti P- vlera < 0.05 , atëherë refuzojmë Ho, ose e thënë ndryshe nëse probabiliteti P- vlera > 0.05 , atëherë nuk e refuzojmë Ho. Nga Tabela 82 meqenëse probabiliteti i AR i rendit të 2-të është (0.6041) më e madh se 0.05, atëherë mund të themi që nuk e refuzojmë hipotezën null, por refuzojmë hipotezën alternative që do të thotë se nuk ekziston autokorrelacion i rendit të 2-të në modelin tonë. Vlen të përmendim faktin se në modelin GMM është e rëndësishme ti referohemi vlerave të AR(2) dhe jo AR(1). Kjo sepse AR i rendit të 2-të duhet të konsiderohet për faktin të përfshirjes në regresion të (Yit-2), i cili shërben si instrument variabël për variablin (Yit-1). Nëse hipoteza null nuk refuzohet, kjo do të thotë që kushtet e momentit të modelit të regresionit GMM janë të specifikuara në mënyrë të drejtë (Roodman, 2009, p.119). Për faktin që nuk e refuzojmë hipotezën null, kjo do të thotë që kushtet e momentit të modelit të regresionit GMM janë të specifikuara në mënyrë të drejtë për gjykim të mëtejshëm.

Tabela 65. Paraqet testin Arellano-Bond Serial Correlation

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
------------	-------------	-----	---------	-------

AR(1)	-0.409572	-0.121391	0.296386	0.6821
AR(2)	0.518540	0.037032	0.071417	0.6041

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 66 tek shtojca E paraqet rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatgjatë BAGJ-se të firmave gjatë periudhës 2019-2023 me modelin GMM diferencë e parë. J-statistika e cila është e afërsisht e barabartë me (6.14) dhe P-vlera (J) me (0.5231) ndërmjet vlerave $0.25 < p\text{-vlera} < 1$ tregon se modeli i zgjedhur është model i mirë dhe i përshtatshëm. Gjithashtu mund të themi se koeficienti i variablit të varur të vonuar me një periudhë BAGJ (-1), me vlere (0.53) është i qëndrueshëm në ndikimin mbi variablin e varur të borxhit total BAGJ. Duke parë t-vlerat dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si raporti i borxhit afatgjatë me një periudhë të vonuar BAGJ (-1), likuiditeti i firmës LF dhe fleksibiliteti financiar FF janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë. Kështu koeficientët e variablave LF janë statistikisht të rëndësishëm me 1 përqindje nivel rëndësie, ndërsa koeficienti BAGJ (-1) dhe FF është statistikisht i rëndësishëm me 5 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilët rezultojnë të kenë ndikim pozitiv mbi përcaktimin e nivelit të borxhit total janë BAGJ (-1) dhe FF koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.5352) dhe (0.04176). Faktorët e tjerë LF ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit afatgjatë, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.03315). Nga rezultatet e tabelës vërejmë se lidhja midis BAGJ-së dhe LF-së është negative dhe e dobët, ndërsa me BAGJ (-1) është pozitive dhe e forte. Kështu një ulje e LF-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me (0.03315) herë ose 3.31% përqindje ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e BAGJ (-1) dhe FF me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit total me (0.5352) herë ose 53.52 përqindje dhe (0.0417) herë ose 4.17 përqindje respektivisht.

Tabela 67 tek shtojca E paraqet rezultatet e regresionit të raportit të borxhit afatshkurtër BASH-së të firmave gjatë periudhës 2019-2023 me modelin GMM difference e pare. J-statistika e cila është e afërsisht e barabartë me (6.17) dhe P-vlera (J) me (0.5195) ndërmjet vlerave $0.25 < p\text{-vlera} < 1$ tregon se modeli i zgjedhur është një model i mirë dhe i përshtatshëm. Gjithashtu mund të themi se koeficienti i variablit të varur të vonuar me një periudhë BASH (-1), me vlere (0.33) është i qëndrueshëm në ndikimin mbi variablin e varur të borxhit total BASH. Duke parë t-vlerat dhe probabilitetet përkatëse mund të themi se faktorët e përzgjedhur si kthimi nga aktivet ROA janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër, ndërsa faktorët e tjerë nuk janë statistikisht të rëndësishëm. Kështu koeficienti i variablit ROA është statistikisht i rëndësishëm me 10 përqindje nivel rëndësie. Faktorët të cilit ndikojnë negativisht mbi raportin e borxhit afatshkurtër është ROA, koeficientët e të cilëve janë përkatësisht (0.6107).

Nga rezultatet e tabelës vërejmë se lidhja midis BASH-së dhe ROA-së është negative dhe e forte. Kështu një ulje e ROA-së me 1 përqindje, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatshkurtër me (0.6107) herë ose 61.07 përqindje.

Tabela 68. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me modelin GMM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.³⁹

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH: (-1)	0.471462	0.535296**	0.332050
TA	-0.046896	0.080079	-0.073559
ROE	0.586923**	-0.241658	0.404251
ROA	-1.530786***	-0.234001	-0.610706*
MRR	0.010561	-0.038131	0.004761
MF	0.061883	0.020339	-0.017413
LF	-0.034011***	-0.033152***	0.004153
FF	-0.007621	0.041760**	-0.027426
J-statistic	8.075431	6.142778	6.174525
Prob(J-statistic)	0.325990	0.523181	0.519525

Modeli i parë i shqyrtuar është regresioni që shpreh totalin e Borxhit (BT) në funksion të variablave specifike. Në formë ekuacionale do të shprehesh:

$$BT = f(BT(-1), TA, ROE, ROA, MRR, MF, LF, FF)$$

$$BT = 0.071 BT(-1) - 0.046 TA + 0.58 ROE - 1.53 ROA + 0.01 MRR + 0.061 MF - 0.034 LF - 0.076 FF$$

Modeli i dytë i shqyrtuar është regresioni që shpreh Borxhin afatgjatë (BAGJ) në funksion të variablave specifike:

$$BAGJ = 0.53 BAGJ(-1) + 0.08 TA - 0.24 ROE - 0.23 ROA - 0.038 MRR + 0.02 MF - 0.033 LF + 0.041 FF$$

Modeli i tretë i shqyrtuar është regresioni që shpreh Borxhin afatshkurtër (BASH) në funksion të variablave specifike:

$$BASH = 0.33 BAGJ(-1) - 0.073 TA + 0.40 ROE - 0.61 ROA + 0.0047 MRR - 0.017 MF + 0.0041 LF - 0.027 FF$$

Tabela 68 paraqet një përmbledhje të rezultateve të regresionit me modelin GMM të ndikimit të faktorëve specifikë të firmave mbi levën financiare. Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit total BT janë ROE (5% nivel rëndësie), ROA, dhe LF me (1% nivel rëndësie). Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë janë BAGJ (-1), FF me (5% nivel rëndësie), dhe LF me (1% nivel rëndësie). Ndërsa variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër është vetëm ROA me (10% nivel rëndësie). Variablat e tjerë nuk janë statistiskisht të rëndësishëm në përcaktimin e tre raporteve të borxhit kështu që nuk është e domosdoshme të interpretohen më tej. Borxhi afatgjatë i kaluar BAGJ (-1), ka

³⁹ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit.

një ndikim të fortë dhe pozitiv në borxhin afatgjatë aktual, ndërsa në borxhin total dhe afatshkurtër nuk është statistikisht e rëndësishme. Kjo tregon që firmat më shumë planifikojnë borxhin afatgjatë me konsistencë. ROE lidhet pozitivisht me borxhin total, por ndikimi nuk është i njëjtë në borxhin afatgjatë (efekt negativ) dhe afatshkurtër. Firmat fitimprurëse mund të preferojnë më shumë borxhin total për të shfrytëzuar levën. Firmat me kthim mbi aktivet ROA më të mirë mbi aktivet përdorin më pak borxh, sidomos në borxhin total dhe afatshkurtër. Kthimi mbi aktivet është një tregues i efikasitetit operacional që ndikon negativisht në nevojën për borxh. Likuiditeti është faktor shumë i rëndësishëm negativ për borxhin total dhe afatgjatë, por jo për borxhin afatshkurtër (ndikim pozitiv). Firmat me më shumë likuiditet zgjedhin të kenë më pak borxh afatgjatë dhe total. Fleksibiliteti financiar ndikon pozitivisht në borxhin afatgjatë, por jo në borxhin total apo afatshkurtër. Mund të tregojë se fleksibiliteti financiar ndikon në aftësinë për marrje borxhi afatgjatë.

Pra, si konkluzion të nën seksionit deri më tani, modelet e zhvilluara kanë analizuar strukturën e kapitalit nga një këndvështrim statik (OLS). Megjithatë, përdorimi i modeleve dinamike, si GMM, mund të ofrojë rezultate më të sakta. Modeli dinamik GMM përdor diferencën e parë dhe teknikën me dy hapa për të adresuar problemet e autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit. Testi Hansen-Sargan konfirmon vlefshmërinë e instrumenteve të përzgjedhura, me p-vlera brenda intervalit të pranueshëm (0.25 - 1), ku instrumentet janë të vlefshëm në të tre modelet. Gjithashtu, testet e autokorrelacionit tregojnë mungesën e autokorrelacionit të rendit të dytë, duke mbështetur specifikimin e modelit. Rezultatet e regresionit tregojnë se variabla të ndryshme ndikojnë ndryshe në raportin e borxhit total (BT), borxhit afatgjatë (BAGJ) dhe borxhit afatshkurtër (BASH): BT ndikohet pozitivisht nga ROE dhe negativisht nga ROA dhe likuiditeti i firmës (LF). BAGJ ndikohet pozitivisht nga BAGJ (-1) dhe fleksibiliteti financiar (FF), por negativisht nga LF. BASH ndikohet negativisht nga ROA, ndërsa faktorët e tjerë nuk janë statistikisht të rëndësishëm. Këto gjetje konfirmojnë rëndësinë e variablave financiare në strukturën e kapitalit të firmave, duke treguar se faktorë të tillë si kthimi nga aktivet, kthimi nga kapitali, fleksibiliteti financiar, likuiditeti dhe borxhi me një periudhë të vonuar kanë ndikime të ndryshme në nivelet e borxhit.

5.4.9. Rezultatet e pritura dhe të gjetura

Ky nën seksion përmbledhës analizon gjetjet mbi hipotezat e testuara duke përdorur dy modele statistikore: modelin me efekte fikse (FEM) dhe modelin dinamik GMM. Interpretimi i rezultateve bazohet në rëndësinë statistikore dhe përputhjen me teoritë ekonomike të kompensimit dhe rendit të zgjedhjes. Për të siguruar qartësi, analizat kryesore fokusohen në raportin e borxhit total, duke evidentuar variablat me ndikim domethënës për interpretim të mëtejshëm.

Në vijim jepet një përmbledhje e gjetjeve për sa i përket hipotezave të ngritura sipas modelit të parë të përzgjedhur për tu testuar, modelit me efekte fikse FEM (Tabela 68). Vendimi “pranohet” do të thotë se hipoteza përkatëse qëndron për rastin e modelit me efekte fikse, ndërsa vendimi “refuzohet” është për të treguar se kjo hipotezë nuk mund të jetë e vërtetë dhe vendimi “pranohet me arsytim” është për të treguar se kjo hipotezë mund të jetë e vërtetë duke arsyetuar për një teori alternative zëvendësuese të njëra - tjetrës. Vlen të theksohet fakti se në analizën dhe interpretimin e vendimeve të

hipotezave, vëmendje duhet te marrin hipotezat te cilat shfaqin rëndësi statistikore dhe duhet të anashkalohen ato që janë të parëndësishme statistikisht. Nisur nga sa argumentuam faktorët specifike ROE, ROA, likuiditeti i firmës, mundësitë e rritjes dhe borxhi me një periudhë të vonuar meritojnë vëmendje të mëtejshme për interpretim. Të gjitha hipotezat të ngritura pikërisht mbi këta faktorë pranohen, ku në veçanti për ROE pranohet me arsyetim duke treguar se kjo hipotezë mund të jetë e vërtetë duke arsyetuar për një teori alternative siç është rasti i teorisë së kompensimit.

Tabela 69. Paraqet një përmbledhje të hipotezave sipas modelit me efekte fikse FEM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Nr.	Hipoteza	Vendimi
1	ROA-ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
2	ROE- ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet me arsyetim
3	Trupëzimi i aktiveve është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Refuzohet
4	Likuiditeti i firmës është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
5	Madhësia e firmës është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet
6	Fleksibiliteti financiar i firmës është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Refuzohet
7	Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Refuzohet
8	Mundësitë e rritjes është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet
9	Mosha e firmës është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
10	Borxhi total me një periudhe te vonuar BT (-1) është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 70 tek shtojca E paraqet përmbledhjen e rezultateve të pritura dhe të gjetura të këtij studimi sipas modelit me efekte fikse. Kolona e fundit e tabelës paraqet nëse shenja e koeficientit të çdo variabli përpunohet me argumentet e dhëna nga teoria (TOT) apo nga teoria (POT) të cilat janë marrë në shqyrtim gjatë studimit. Meqenëse studimi përfshin tri mënyra të matjes së levës financiare, të cilat bazohen në borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër, për të qenë sa më të qartë dhe konciz, interpretimi për teorinë e lartpërmendur bazohet vetëm në raportin e borxhit total BT. Në tabelën 70 krahas shenjës së rezultateve të gjetura tregohet edhe madhësia e rëndësisë statistikore të çdo variabli, e cila na tregon se cila gjetje meriton vëmendje të mëtejshme për diskutim dhe interpretim. Kështu që faktorët specifike si ROA, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti financiar, mundësitë e rritjes, mosha e firmës dhe borxhi me një periudhe të vonuar janë në përpunje të plotë me teorinë (POT). Faktorët ROE dhe madhësia e firmës janë në përpunje të plotë me teorinë (TOT), ndërsa fleksibiliteti financiar është në përpunje me teorinë (TOT) për sa përket borxhit total dhe afatshkurtër dhe në përpunje me teorinë (POT) për sa i përket borxhit afatgjatë. Në përfundim përfitimi tatimor jo borxh nuk është në përpunje me asnjë nga teorinë e sipërpërmendura. Në vijim jepet përmbledhja e gjetjeve për hipotezat të ngritura sipas modelit të dytë të përzgjedhur për tu testuar, modelit dinamik (GMM) (Tabela 71).

Shënimi “përrjashtuar në modelin GMM” i referohet faktit që këto variabla nuk janë përfshirë në modelin e regresionit GMM⁴⁰ dhe si pasojë faktorët specifike si ROE, ROA, likuiditeti i firmës, fleksibiliteti financiar dhe borxhi me një periudhë të vonuar meritojnë vëmendje të mëtejshme për interpretim. Të gjitha hipotezat të ngritura pikërisht mbi këta faktorë pranohen, ku në veçanti për ROE pranohet me arsyetim duke treguar se kjo hipotezë mund të jetë e vërtetë duke arsyetuar për një teori alternative zëvendësuese të njëra tjetres siç është rasti i teorisë (TOT) e cila shfaqet si zëvendësuese e teorisë (POT).

Tabela 71. Paraqet një përmbledhje të hipotezave sipas modelit GMM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Nr.	Hipoteza	Vendimi
1	ROA-ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
2	ROE-ja është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet me arsyetim
3	Trupëzimi i aktiveve është i lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Refuzohet
4	Likuiditeti i firmës është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
5	Madhësia e firmës është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet
6	Fleksibiliteti financiar i firmës është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Pranohet
7	Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh është i lidhur negativisht me borxhin total BT	Përrjashtuar ne modelin GMM
8	Mundësitë e rritjes është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet
9	Mosha e firmës është e lidhur negativisht me borxhin total BT	Përrjashtuar ne modelin GMM
10	Borxhi total me një periudhe të vonuar BT (-1) është e lidhur pozitivisht me borxhin total BT	Pranohet

Burimi: përrpunimet e autorit

Tabela 72 tek shtojca E paraqet përmbledhjen e rezultateve të pritura dhe të gjetura të studimit sipas modelit GMM. Kështu që faktorët specifike ROA, trupëzimi i aktiveve, likuiditeti financiar, mundësitë e rritjes, fleksibiliteti financiar dhe borxhi me një periudhe të vonuar janë në përputhje të plotë me teorinë (POT). Ndërsa faktorët ROE, madhësia e firmës janë në përputhje të plotë me teorinë (TOT), ku veçanërisht për ROE për sa i përket borxhit total dhe afatshkurtër dhe në përputhje të plotë me teorinë (POT) për sa i përket borxhit afatgjatë.

Pra, si konkluzion vlen për tu përmendur fakti se krahas shenjës së rezultateve të gjetura tregohet edhe madhësia e rëndësisë statistikore të çdo variabli, e cila na tregon se cila gjetje meriton vëmendje të mëtejshme, krahas faktit për të treguar nëse është në përputhje me teorinë ekonomike klasike të parashikuar. Në vazhdimësi do të tregohet një përmbledhje mbi hipotezat të testuara dhe të rezultateve të pritura dhe të gjetura mbi dy modelet në veçanti.

⁴⁰ Te përrjashtuara për faktin që nuk kanë ndikim domethënëse në variablin e varur nga testet e kryera rishtazi.

5.4.10. Përmbledhje e analizës së regresionit

Nisur nga analizat dhe diskutimet e mëparshme në këtë nën seksion, studimi shqyrton gjetjet lidhur me hipotezat e ngritura sipas dy modeleve statistikore: modeli me efekte fikse (FEM) dhe modeli dinamik GMM (diferencë e parë) dhe të rezultateve të pritura dhe të gjetura.

Rezultatet tregojnë lidhur me hipotezat e ngritura me modelin me efekte fikse se të gjitha hipotezat pranohen, përveç ROE e cila pranohet me arsyetim. Gjithashtu lidhur me hipotezat e ngritura me modelin dinamik të gjitha hipotezat pranohen, përveç ROE e cila pranohet me arsyetim. Rezultatet e pritura dhe ato të gjetura krahasohen me pritshmëritë teorike të teorisë së kompensimit dhe teorisë së rendit të zgjedhjes, duke ofruar një vlerësim mbi përshtatshmërinë e secilës qasje në shpjegimin e faktorëve specifike që ndikojnë në raportet e borxhit total (BT), borxhit afatgjatë (BAGJ) dhe borxhit afatshkurtër (BASH). Në të dy modelet, variabla të tillë si kthimi mbi kapitalin (ROE) dhe kthimi mbi aktivet (ROA) tregojnë një përshtatshmëri të fortë me teoritë ekonomike, ku ROE mbështet teorinë TOT, ndërsa ROA është në përputhje me teorinë POT. Faktorët si mundësitë e rritjes (MRR) dhe fleksibiliteti financiar (FF) mbështesin kryesisht teorinë POT, ndërsa borxhi në një periudhë të mëparshme (BT (-1), BAGJ (-1), BASH (-1)) është gjithashtu në përputhje me teorinë TOT në të dy modelet. Ndërkohë, disa variabla si PTJB nuk tregojnë përputhshmëri të qartë me asnjërën prej teorive. Rezultatet e analizës tregojnë se, megjithëse ekziston një lidhje e përgjithshme midis teorive ekzistuese dhe gjetjeve empirike, ka variabla që shfaqin ndikim të ndryshëm në varësi të modelit të përdorur. Në fakt kjo është e pritshme dhe sugjeron se struktura e kapitalit e firmave nuk mund të shpjegohet plotësisht vetëm nga një teori e vetme, por kërkon një qasje të integruar që merr parasysh faktorë specifikë të tregut, karakteristikat e firmave dhe kontekstit në të cilën ato operojnë.

Pra, si konkluzion rezultatet e hulumtimit tregojnë se borxhi afatshkurtër ka ardhur në rritje, ndërsa borxhi afatgjatë ka shënuar rënie. Faktorë të tillë si kthimi mbi aktivet (ROA), kthimi mbi kapitalin (ROE), likuiditeti financiar (LF) mundësitë e rritjes (MRR) dhe borxhi me një periudhë të vonuar kanë një ndikim të rëndësishëm në përcaktimin e borxhit total në modelin me efekte fikse FEM. Ndërsa faktorë të tillë si kthimi mbi aktivet (ROA), kthimi mbi kapitalin (ROE), likuiditeti financiar (LF), fleksibiliteti financiar (FF) dhe borxhi me një periudhë të vonuar kanë një ndikim të rëndësishëm në përcaktimin e borxhit total në modelin GMM. Modeli GMM konfirmon që BT ndikohet pozitivisht nga ROE dhe negativisht nga ROA dhe LF, ndërsa BAGJ ndikohet pozitivisht nga BAGJ (-1) dhe fleksibiliteti financiar (FF), por negativisht nga LF. Modelet e përdorura janë të përshtatshme për analizën e strukturës së kapitalit dhe sigurojnë gjetje të rëndësishme mbi faktorët që ndikojnë në nivelin e borxhit të firmave. Rezultatet e ROA, ROE, likuiditetit, borxhit me një periudhë të vonuar dhe mundësive të rritjes mbeten në përputhje me pritshmëritë teorike dhe konsistente ndër modelet. Në thelb, modeli GMM që merr parasysh efektet dinamike dhe vetë referencën e borxhit jep rezultate më të qëndrueshme dhe më të besueshme për ndikimin e faktorëve specifike dhe eliminon disa faktorë që nuk janë të rëndësishëm në analizë.

5.5 Përfundime

Nisur nga argumentimet e bëra, në këtë nën seksion do të përmbledhen të gjitha përfundimet të kapitullit në veçanti. Si pasojë do shqyrtohet një përmbledhje e rezultateve të modeleve të ndryshme të regresionit mbi strukturën e borxhit të 75 firmave në qarkun e Tiranës përgjatë periudhës 2019-2023, duke i analizuar gjithashtu sipas madhësisë dhe sektorëve.

Shumë studiues nga vende dhe rrethana ekonomike të ndryshme e kanë trajtuar çështjen se cilët faktorë drejojnë strukturën e kapitalit. Megjithë rëndësinë që ka marrë ky aspekt, nuk ka pasur shumë diskutime për këtë çështje në lidhje me firmat Shqiptare. Rezultatet e analizës së regresionit treguan se konkluzionet janë kryesisht në përputhje me kërkimet nga shtete të tjera. Kjo sugjeron se analiza e strukturës së kapitalit është e veçantë për një mjedis të caktuar ekonomik. Përpara analizës së regresionit, janë shqyrtuar statistikat përshkruese për të kuptuar tiparet kryesore shpjeguese të borxhit. Rezultatet tregojnë një rritje të borxhit afatshkurtër dhe borxhit total, ndërsa borxhi afatgjatë ka pësuar rënie, me firmat tregtare që mbështeten më tepër në financimin afatshkurtër, ndërsa ato jo - tregtare në financimin afatgjatë. Analiza e korrelacionit tregon mungesën e multikolinearitetit të theksuar mes variablave, duke lejuar aplikimin e modeleve të regresionit. Më tej, janë testuar pesë supozimet klasike të regresionit: normaliteti, lineariteti, multikolineariteti, autokorrelacioni dhe heteroskedasticiteti. Testi Jarque-Bera sugjeron devijime nga shpërndarja normale, por këto nuk ndikojnë ndjeshëm në kampionet e mëdha. Analizat e multikolinearitetit (VIF) dhe linearitetit konfirmojnë përshtatshmërinë e modelit, ndërsa testet Breusch-Godfrey dhe Breusch-Pagan-Godfrey evidentojnë probleme me autokorrelacionin dhe heteroskedasticitetin, të cilat janë adresuar me modele të përshtatura, si modeli statik me efekte fikse (FEM) dhe modeli dinamik GMM. Në vijim paraqiten në veçanti të përmbledhura gjetjet mbi analizën e rezultateve të tërë mostrës me modelin FEM, mbi analizën për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe, mbi analizën sektoriale dhe në përfundim mbi analizën e rezultateve të modelit GMM:

Së pari, në analizën e rezultateve të tërë kampionit me modelin FEM: Gjetjet treguan se variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit total BT janë BT (-1), ROE, ROA, MRR, dhe LF. Variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatgjatë BAGJ janë BAGJ (-1), ROA, dhe MRR. Ndërsa variablat të cilat ndikojnë në përcaktimin e raportit të borxhit afatshkurtër BASH janë BASH (-1), ROA, dhe LF. Variablat e tjerë nuk janë statistikisht të rëndësishëm në përcaktimin e tre raporteve të borxhit dhe për këtë arsye nuk janë objekt i analizave dhe interpretimeve të mëtejshme. Gjetjet tregojnë se raporti i borxhit total ndikohet pozitivisht nga kthimi mbi kapitalin (ROE) dhe mundësitë e rritjes (MRR), ndërsa ndikohet negativisht nga kthimi mbi aktivet (ROA) dhe likuiditeti financiar (LF). Për borxhin afatgjatë, faktorët kyç janë BAGJ (-1) dhe ROA, dhe MRR, ndërsa për borxhin afatshkurtër ndikuesit kryesorë janë BASH (-1), ROA dhe LF. Në vijim në formën e konkluzioneve të analizës së rezultateve me modelin me efekte fikse (FEM) të tërë mostrës, paraqiten në veçanti ndikimi i variablave specifike mbi strukturën e borxhit të firmave në qarkun e Tiranës:

Borxhi me një periudhë të vonuar:

Koeficienti i borxhit me një periudhë të vonuar rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit total, për raportin e borxhit afatgjatë, dhe për raportin e borxhit afatshkurtër. Kjo tregon se, nëse raporti i borxhit me një periudhë të vonuar

rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet me përkatësisht 41.41 pikë përqindje, 23.75 pikë përqindje dhe 31.03 pikë përqindje. Në të tria modelet, koeficientët janë pozitivë dhe shumë statistikisht të rëndësishëm, që tregon se borxhi i kaluar ka ndikim të fortë dhe pozitiv në nivelin aktual të borxhit. Kjo përfaqëson stabilitet dhe vazhdimësi të politikës së financimit me borxh. Leva e periudhës së mëparshme luan një rol ndjeshëm pozitiv në përcaktimin e levës së tyre aktuale dhe asaj të ardhshme. Në përputhje me studimin e Baker dhe Martin (2011, p. 113), ku sipas teorisë dinamike të kompensimit, leva e periudhës së mëparshme shpjegon rreth 70% të variancës së levës financiare, ndërsa faktorët tradicionalë shpjegojnë vetëm 5%.

Trupëzimi i aktiveve:

Teoria TOT thotë që firmat zgjedhin nivelin optimal të borxhit duke balancuar përfitimet (p.sh. përfitimet fiskale nga borxhi) dhe kostot (rrezikun e falimentimit). Në këtë teori, firma më e madhe (me aktive më të mëdha) është më e aftë të marrë borxh më shumë, sepse ka aktive të sigurta për kreditë, përfiton nga ekonomitë e shkallës dhe ka rrezik më të ulët falimenti. Pra, teorikisht, koeficienti i TA ndaj borxhit pritet të jetë pozitiv: më shumë aktive si pasoje më shumë borxh. Koeficienti i trupëzimit të aktiveve rezultoi negativ dhe statistikisht i parëndësishëm për raportin e borxhit total BT dhe për raportin e borxhit afatshkurtër BASH si dhe pozitiv dhe statistikisht i parëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë BAGJ. Kjo tregon se, nëse raporti i aktiveve fikse ndaj totalit të aktiveve rritet, atëherë 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 e cila është në përputhje me teorinë (TOT). Aktivët fikse janë shpesh investime të mëdha që kërkojnë kapital afatgjatë për t'u financuar, sepse kanë jetëgjatësi të gjatë dhe kthim në investim në periudha afatgjata. Prandaj, firmat me një trupëzim më të lartë të aktiveve zakonisht preferojnë të përdorin borxh afatgjatë për të financuar këto investime kapitale. Kjo përputhet me teorinë klasike që sugjeron “përputhshmërinë e maturimit”: financimi afatgjatë për aktive afatgjata, në mënyrë që të mos ketë mospërputhje në afatet kohore të financimit dhe të reduktohet rreziku likuiditeti. E kundërta ndodh me borxhin total dhe borxhin afatshkurtër. Gjithashtu, zotërimi i një niveli të lartë të aktiveve fikse pa ndryshuar në asgjë tjetër, rrit vlerën të kolateraleve të firmës, të cilat shërbejnë si garanci financime afatgjata për institucionet financiare. Kjo është në përputhje me studimet e Luci dhe Lleshaj (2016), Çekrezi (2018) mbi firmat në Shqipëri, Sogorb Mira dhe Lopez Gracia (2008) mbi firmat në Spanjë, Correa et al., (2006) mbi firmat në Brasil, Lussuamo (2021) mbi firmat në Angli, Albar dhe Youssef (2020), La Rocca (2009), D'amato (2020) mbi firmat në Itali, Proenca et al., (2014) mbi firmat në Portugali, Bas et al., (2009), Soekarno et al., (2021), Hall et al., (2004), Daskalakis dhe Psillaki, (2008) mbi firmat në Greqi, Kolsal dhe Orman (2015), Chittenden et al., (1996), Deari, (2013) mbi firmat në Maqedoni, Stoilkovic et al., (2023) mbi firmat në Serbi, dhe Prenaj et al., (2023) mbi SME-të në Kosovë. Bevan dhe Danbolt (2000) identifikuan prova që mbështesin konceptin e “përputhjes së maturimit”, ku trupëzimi i aktiveve rezultoi të jetë në lidhje negative me detyrimet afatshkurtra dhe në lidhje pozitive me detyrimet afatgjata. Në të gjitha këto studime koeficienti i trupëzimit të aktiveve rezultoi negativ. Disa nga arsyet e këtij rezultati mund të jenë: Së pari, firmat e mëdha mund të jenë më të kujdesshme me borxhin. Firmat me shumë aktive mund të preferojnë të financohen më shumë me kapital (aksione) dhe më pak me borxh, për të mos rritur rrezikun financiar. Kjo sjell një lidhje negative midis madhësisë (TA) dhe borxhit. Së dyti, natyra e aktiveve dhe likuiditeti, nëse aktive të mëdha janë jo lehtë likuide (p.sh. pasuri të paluajtshme,

makineri) që nuk shërbejnë lehtë si kolateral, firmat mund të kenë vështirësi në marrjen e borxhit, e cila ul lidhjen pozitive teorike. Së treti, probleme të menaxhimit ose struktura specifike e firmës, firmat e mëdha mund të jenë të përqendruara në projekte që financohen kryesisht nga kapitali i brendshëm ose nga fitimet, duke shmangur kështu borxhin. Së katërti, efektet e kontrollit dhe zgjedhjeve financiare në periudhën e studimit, në periudha pas krizash ose në ekonomitë ku ka pasiguri, firmat e mëdha mund të jenë më konservatore me huamarrjen. Së fundmi, kollinearitet me faktorë të tjerë në model, nëse në model ka variabla të tjerë që shpjegojnë pjesë të efektit të madhësisë së firmës, efekti i TA mund të dalë negativ për shkak të ndërveprimeve. Vlen të theksojmë faktin se nëse një variabël rezulton statistikisht i parëndësishëm, atëherë ai nuk duhet marrë në konsideratë për analiza dhe konkluzione të mëtejshme.

Kthimi nga kapitali (ROE):

Ka efekt pozitiv dhe i rëndësishëm vetëm në modelin e borxhit total (BT), që do të thotë se firmat me kthim më të lartë në kapital kanë tendencë të përdorin më shumë borxh në përgjithësi. Koeficienti i (ROE) rezultoi pozitiv në të tri mënyrat e matjes së levës financiare. Kjo tregon se nëse ROE rritet atëherë dhe leva financiare do të rritet. Kjo nuk është në përputhje me teorinë POT, por në përputhje me teorinë TOT. Në të cilën firmat me performancë të lartë janë më të prirura për të marrë më shumë borxh në strukturën e tyre të kapitalit për të financuar projektet e tyre të ardhshme. Ky tregues është në përputhje me studimet e Çekrezi (2013, 2015) mbi firmat në Shqipëri, Moradi dhe Paulet (2019) mbi firmat në (Gjermani, France, Spanje, Itali, Greqi, UK), Vo (2017) mbi firmat në Vietnam, Correa et al., (2007) mbi firmat në Brasil, Margaritis dhe Psillaki (2007) në Zelandën e re, Michaelas et al., (1999) dhe Chittenden et al., (1996) në Mbretërinë e Bashkuar, dhe Goyal (2013) mbi firmat në Indi. Në të gjitha këto studime koeficienti i (ROE) rezultoi pozitiv i cili është në përputhje me teorinë dinamike (TOT). Kjo tregon se, nëse ROE rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet me përkatësisht 10.13 pikë përqindje, 4.94 pikë përqindje dhe 7.35 pikë përqindje. Disa nga arsyet pse ndodh kjo praktikisht mund të jenë: Së pari leva financiare mund të përdoret si strategji për rritje, ku firmat me ROE të lartë përdorin borxh për të rritur investimet dhe përfitimet, duke shfrytëzuar efektin e levës. Kjo do të thotë që ROE e lartë shoqërohet me borxh të shtuar për të financuar zgjerimin dhe diversifikimin e biznesit. Së dyti, një ROE i lartë mund të përdoret si sinjal për huamarrësit, ku një ROE i lartë tregon një firmë fitimprurëse dhe me perspektiva të mira. Kjo rrit besueshmërinë në sytë e kreditorëve, duke e lehtësuar me tej huamarrjen. Pra, ROE i lartë mund të jetë një faktor që nxit marrjen e borxhit, në vend që ta zvogëlojë atë. Së treti, ofrimi i mundësive investimi të dobishme. Kur firmat kanë mundësi investimi me kthime të larta, ato mund të zgjedhin të marrin hua për t'i financuar këto mundësi të reja, pavarësisht se kanë fitime të akumuluar. Në realitet, shumë firma përdorin një strategji të përzier financimi: marrin hua edhe kur kanë fitime, për të mos humbur mundësi rritjeje ose për të përfituar nga kushtet e favorshme të huamarrjes (norma interesi të ulëta). Së fundmi, Rritja e borxhit dhe ROE janë të lidhura me performancën, ku në shumë raste, rritja e borxhit është e ndërlidhur me rritjen e fitimeve, sepse investimet financohen pjesërisht me huamarrje. Prandaj, ROE dhe borxhi rriten paralelisht. ROE pozitiv dhe i lidhur pozitivisht me borxhin tregon që firmat me fitime më të larta kanë akses më të mirë në borxh dhe/ose përdorin më shumë borxh për të financuar zgjerimin. Kjo nuk është në kundërshtim me teorinë, por tregon realitetin kompleks të vendimeve financiare të firmave objekt të hulumtimit në qarkun e Tiranës.

Kthimi nga aktivet (ROA):

Efekti është negativ dhe shumë i rëndësishëm në të gjitha modelet, që përputhet me teorinë se firmat më efikase në përdorimin e aktiveve kanë nevojë më të ulët për borxh. Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROA) rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për të tri mënyrat e matjes së levës financiare. Kjo tregon se nëse performanca e matur përmes ROA-së rritet atëherë leva financiare do të ulët dhe kjo është në përputhje të plotë me teorinë POT. Në të cilën firmat me performancë të lartë janë më të prirura për të marrë më pak borxh në strukturën e tyre të kapitalit për arsye se mund të përdorin burimet e brëndshme kundrejt atyre të jashtme. Kjo tregon se, nëse ROA rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të ulët me përkatësisht 67.78 pikë përqindje, 27.17 pikë përqindje dhe 42.34 pikë përqindje.

Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo - borxh:

Koeficienti i përfitimit tatimor nga shpenzimet jo - borxh rezultoi pozitiv për të tri mënyrat e matjes së levës financiare, por statistikisht i parëndësishëm. Kjo tregon se rritja e raportit të shpenzimeve me natyrë jo borxhi ndaj totalit të aktiveve, çon në rritjen e levës financiare për të tri mënyrat e matjes e cila është në kontradiktë me teorinë TOT. Kjo tregon se, teoria e kompensimit e cila argumenton se firmat rrisin nivelin e borxhit për të përfituar nga zbritja e interesave të borxhit para taksave, nuk është e zbatueshme në rajonin e Tiranës. Gjithashtu nëse një variabël rezultoi statistikisht i parëndësishëm, atëherë ai nuk duhet marrë në konsideratë për analiza dhe konkluzione të mëtejshme.

Mundësitë e rritjes:

Ka një efekt pozitiv dhe i rëndësishëm kryesisht në modelin e borxhit total dhe afatgjatë, që konfirmon pritshmërinë se firmat me perspektiva rritjeje më të mëdha përdorin më shumë borxh për financim. Koeficienti i mundësisë se rritjes rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit total, për raportin e borxhit afatgjatë, dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër. Kjo tregon se, nëse raporti i mundësisë se rritjes rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet. Firmat me rritje të shpejta kanë nevojë për më shumë borxh në strukturat e tyre për të mbështetur dhe vazhduar me tej këtë rritje. Kjo tregon se, nëse mundësitë e rritjes rriten, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet me përkatësisht 2.48 pikë përqindje, 1.7 pikë përqindje dhe 1.14 pikë përqindje.

Mosha e firmës:

Koeficienti i moshës së firmës rezultoi negativ për të tri mënyrat e matjes së levës financiare, por statistikisht i parëndësishëm. Kjo tregon se me rritjen e moshës së firmës, ato nuk e rrisin financimin total, afatgjatë dhe afatshkurtër, pasi me fitimet e akumuluar që ato zotërojnë ndër vite kanë aftësi për të financuar aktivitetet dhe projektet e nevojshme të tyre. Gjithashtu mosha e firmës duhet të theksojmë që rezultoi statistikisht i pa rëndësishëm dhe si pasojë nuk duhet konsideruar.

Madhësia e firmës:

Koeficienti i madhësisë së firmës rezultoi pozitiv për raportin e borxhit total dhe borxhit afatgjatë dhe negativ për raportin e borxhit afatshkurtër, por statistikash i pa rëndësishëm. Kjo tregon se me rritjen e madhësisë së firmave, do të rritet dhe financimi i firmave kryesisht ai i borxhit total dhe afatgjatë dhe zvogëlohet i borxhit afatshkurtër. Gjithashtu edhe madhësia e firmës duhet të theksojmë që rezultoi statistikisht i pa rëndësishëm dhe si pasojë nuk duhet konsideruar.

Likuiditeti i firmës:

Efekti është negativ dhe i rëndësishëm në borxhin total dhe afatshkurtër, që do të thotë se likuiditeti më i lartë zvogëlon nevojën për borxh, sidomos afatshkurtër. Koeficienti i likuiditetit të firmave rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e totalit të borxhit dhe për raportin e borxhit afatshkurtër, dhe pozitiv dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë. Kjo tregon se firmat që kanë nivele të larta të raportit të likuiditetit nuk e rrisin financimin total dhe afatshkurtër, pasi me likuiditetin 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, të cilat përmbajnë pagesën e interesit dhe shlyerjen e një pjese të principalit të borxhit afatgjatë. Por për borxhin afatgjatë duhet të theksojmë që rezultoi statistikisht i pa rëndësishëm dhe si pasojë nuk duhet konsideruar. Kjo tregon se, nëse likuiditeti i firmës rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të ulet me përkatësisht 0.59 pikë përqindje, 0.19 pikë përqindje dhe 0.76 pikë përqindje.

Fleksibiliteti financiar:

Koeficienti i fleksibilitetit financiar rezultoi pozitiv dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e totalit të borxhit dhe për raportin e borxhit afatshkurtër, dhe negativ dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë. Kjo tregon se rritja e raportit të mjeteve monetare ndaj totalit të aktiveve korente çon në uljen e kërkesës për financim të jashtëm, konkretisht afatgjatë. E kundërta ndodh me borxhin total dhe afatshkurtër. 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 transformimin në aktive likuide ose kthimin e tyre në mjete monetare. Pra, fleksibiliteti financiar është një tregues më i mirë i rezervave monetare si dhe i aftësisë paguese të firmës. Por duhet të theksojmë që edhe fleksibiliteti financiar rezultoi statistikisht i pa rëndësishëm dhe si pasojë nuk duhet konsideruar.

Së dyti, në analizën për grupimet firma të vogla, firma të mesme dhe firma të mëdha:

Gjetjet për firmat të madhësive të ndryshme shfaqin dinamika të ndryshme në përcaktimin e strukturës së borxhit, ku për firmat të grupimit të vogël faktorët kryesorë të cilët janë statistikisht të rëndësishëm janë BT (-1), ROA, MRR, dhe MF, ndërsa për firmat të grupimit të madhe ndikimi më i madh vjen nga BT (-1), ROE, ROA, MRR, MOF, dhe LF, ndërsa për firmat të grupimit të mesme nuk janë statistikisht të rëndësishëm dhe si pasojë nuk duhet konsideruar. Firmat e mëdha përqendrohen kryesisht tek burimet e brëndshme ndërsa firmat e vogla tek burime të jashtme dhe kryesisht tek borxhi afatshkurtër dhe kreditë tregtare.

Së treti, në analizën sektoriale: Gjetjet treguan se firmat tregtare dhe jo-tregtare shfaqin dinamika të ndryshme në përcaktimin e strukturës së borxhit, ku për firmat tregtare faktorët kryesorë të cilët janë statistikisht të rëndësishëm janë ROA, LF, ROE dhe MOF, ndërsa për firmat jo-tregtare ndikimi më i madh vjen nga BT (-1), ROA dhe MRR. Firma tregtare përdorin më shume borxh afatshkurtër ndërsa firmat jo tregtare kryesisht borxh afatgjatë, kjo në përputhje me specifikat e aktivitetit të tyre respektivisht.

Së fundi, në analizën e rezultateve me modelin dinamik GMM: Në vijim paraqiten gjetjet kryesore në formën e konkluzioneve të analizës së rezultateve të modelit dinamik, me fokus të veçantë në ndikimin e variablave specifike mbi strukturën e

borxhit të firmave që operojnë në qarkun e Tiranës. Bazuar në argumentimin e mëparshëm, në analizën dhe interpretimin e mëtejshëm do të merren në konsideratë vetëm ata faktorë që rezultojnë statistikisht të rëndësishëm në ndikimin e tyre mbi raportin e borxhit.

Borxhi me një periudhë të vonuar:

Koeficienti i borxhit me një periudhë të vonuar rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë, ndërsa statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit total dhe për raportin e borxhit afatshkurtër. Kjo tregon se, nëse raporti i borxhit me një periudhë të vonuar rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet. Kjo tregon se, nëse borxhi me një periudhë të vonuar rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të rritet me përkatësisht 7.14 pikë përqindje, 53.52 pikë përqindje dhe 33.2 pikë përqindje.

Kthimi nga kapitali:

Koeficienti i kthimit nga kapitali (ROE) rezultoi pozitiv për raportin e borxhit total dhe për raportin e borxhit afatshkurtër dhe negativ për raportin e borxhit afatgjatë. Ndërsa statistikisht i rëndësishëm vetëm për raportin e borxhit total. Kjo tregon se nëse ROE rritet atëherë dhe borxhi total dhe afatshkurtër do të rritet, ndërsa borxhi afatgjatë do të ulet. Kjo është në përputhje të plotë me teorinë TOT për borxhin total dhe afatshkurtër dhe është në përputhje me teorinë POT për sa i përket borxhit afatgjatë. Kjo tregon se, nëse ROE rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total dhe afatshkurtër do të rritet me përkatësisht 58.69 pikë përqindje dhe 40.42 pikë përqindje, ndërsa për sa i përket borxhit afatgjatë do të ulet me 24.16 pikë përqindje.

Kthimi nga aktivet:

Koeficienti i kthimit nga aktivet (ROA) rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm vetëm për borxhin total dhe borxhin afatshkurtër. Kjo tregon se nëse performanca e matur përmes ROA-së rritet atëherë leva financiare do të ulet dhe kjo është në përputhje të plote me teorinë POT në mënyre analoge me modelin me efekte fikse FEM. Kjo tregon se, nëse ROA rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të ulet me përkatësisht 153.07 pikë përqindje, 23.4 pikë përqindje dhe 61.07 pikë përqindje. Kjo është në përputhje me studimin Lopez-Gracia dhe Sogorb-Mira, (2008) në të cilën koeficienti i ROA rezultoi negativ me përkatësisht 187.1 pikë përqindje mbi firmat në Spanjë përgjatë periudhës 1995-2004. Një veçanti e studimit është mospërputhja në madhësinë e koeficientit të ROA ndërmjet modelit GMM (1.53) dhe atij FEM (0.67), megjithëse në të dy rastet efekti është negativ i fortë dhe statistikisht i rëndësishëm. Ky në vetvete nuk është një kufizim i studimit, por tregon ndjeshmëri të modelit ndaj metodës së përdorur dhe mund të jetë rezultat: Së pari, korrigjimit të endogjenitetit në modelin GMM përmes përdorimit të instrumenteve variabel (variabla kontrolli). Së dyti, marrjes në konsideratë të efekteve dinamike (si përfshirja e variablit BT(-1)) në mënyra të ndryshme. Së treti, ndryshimeve në kontrollin të heteroskedasticitetit dhe autokorelacionit ndërmjet dy metodave.

Likuiditeti i firmës:

Koeficienti i likuiditetit të firmave rezultoi negativ dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e totalit të borxhit dhe për raportin e borxhit afatgjatë, dhe pozitiv dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit afatshkurtër. Kjo tregon se firmat që kanë nivele të larta të raportit të likuiditetit nuk e rrisin financimin total dhe afatgjatë,

pasi me likuiditetin që ato zotërojnë kanë aftësi për të shlyer financimet afatgjata. Por nga ana tjetër, rritja e raportit të likuiditetit i nxit firmat që të rrisin financimin afatshkurtër, pasi ato mund të jenë në gjendje që të shlyejnë me shpejt detyrimet afatshkurtër si në rastin të detyrimeve ndaj palëve të treta (p.sh. furnitorëve). Kjo tregon se, nëse likuiditeti firmës rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër do të ulet me përkatësisht 3.4 pikë përqindje, 3.31 pikë përqindje dhe 0.41 pikë përqindje.

Fleksibiliteti financiar:

Koeficienti i fleksibilitetit financiar rezultoi pozitiv dhe statistikisht i rëndësishëm për raportin e borxhit afatgjatë, dhe negativ dhe statistikisht i pa rëndësishëm për raportin e borxhit total dhe afatshkurtër. Kjo tregon se rritja e raportit të mjeteve monetare ndaj totalit të aktiveve korente çon në uljen e kërkesës për financim të jashtëm, me konkretisht borxhi total dhe afatshkurtër. E kundërta ndodh me borxhin afatgjatë, në të cilën një rritje e fleksibilitetit financiar do të ndikonte në rritje të tij. Kjo tregon se firmat që kanë nivele të larta të raportit të fleksibilitetit financiar e rrisin financimin afatgjatë, pasi me rezervat monetare që ato zotërojnë kanë aftësi për të shlyer financimet afatgjata. Kjo tregon se, nëse fleksibiliteti financiar rritet, atëherë edhe niveli i përdorimit të borxhit total dhe afatshkurtër do të ulet me përkatësisht 0.76 pikë përqindje dhe 2.74 pikë përqindje dhe për sa i përket borxhit afatgjatë do të rritet me 4.17 pike përqindje.

Pra, si konkluzion struktura e borxhit për firmat e analizuara karakterizohet nga: Së pari, mbështetje e konsiderueshme në borxhin afatshkurtër për financimin e aktiveve. Së dyti, përdorim i kufizuar i borxhit afatgjatë, që mund të reflektojë mungesë të instrumenteve të përshtatshme afatgjatë ose preferenca për likuiditet të lartë. Së treti, qëndrueshmëri në nivelin total të borxhit, duke sugjeruar një politikë të qëndrueshme të menaxhimit të kapitalit në tërësi. Struktura aktuale, megjithëse e ekuilibruar në pamje të parë, mund të paraqesë rreziqe të konsiderueshme në rast të krizave të likuiditetit apo tkurrjes së qasjes në financimin afatshkurtër, veçanërisht nëse firmat nuk kanë një planifikim të mirë të qarkullimit të kapitalit punues. Ndërsa struktura e borxhit në sektorin e tregtisë karakterizohet nga: qëndrueshmëri ndër vite në të gjithë treguesit, përdorim dominant i borxhit afatshkurtër, si pasojë e natyrës operacionale të sektorit, dhe përdorim më i ulët i borxhit afatgjatë, që mund të pasqyrojë qasje të kujdesshme ndaj riskut afatgjatë ose mungesë të nevojës për projekte kapitale të mëdha. Për sektorin jo - të tregtisë struktura e borxhit karakterizohet nga qëndrueshmëri e lartë dhe prirje e fortë drejt financimit me borxh afatshkurtër kundrejt atij afatgjatë, siç vërehet në vlerat e pandryshuara gjatë periudhës pesëvjeçare. Ky profil strukturor sugjeron një strategji konservatore në aspektin e levës afatgjatë, por të varur nga financimi fleksibël dhe i përkohshëm, që mund të jetë pasojë e kushteve të tregut, normave të ulëta të interesit ose praktikave të menaxhimit financiar në këtë sektor. Në këndvështrimin krahasues, sektori i tregtisë tregon më pak varësi nga financimi afatgjatë dhe më shumë nga ai afatshkurtër, në krahasim me sektorin jo të tregtisë. Kjo përputhet me karakteristikat strukturore të tregtisë, ku likuiditeti i shpejtë dhe qarkullimi i shpejtë i inventarit kërkojnë instrumente fleksibël financimi. Ndërsa struktura totale e borxhit është shumë e ngjashme mes dy sektorëve, dallimet qëndrojnë në përbërjen e brendshme të borxhit. Nga sa argumentuam këto gjetje theksojnë rolin e faktorëve specifike financiarë në strukturën e kapitalit të firmave në qarkun e Tiranës, duke treguar edhe njëherë se borxhi me një periudhë të vonuar, kthimi nga aktivet, kthimi nga kapitali dhe likuiditeti financiar janë faktorët kryesorë specifike përcaktues të levës financiare, kjo e matur përmes raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër. Ky studim analizoi gjetjet

mbi hipotezat e testuara duke përdorur modelet statistikore FEM dhe GMM, duke vlerësuar përputhshmërinë e tyre me teoritë e kompensimit dhe rendit të zgjedhjes. Faktorë të tillë si ROE, ROA, likuiditeti i firmës, mundësitë e rritjes dhe borxhi me një periudhë të vonuar kanë ndikim domethënës në raportin e borxhit total sipas modelit FEM. Në modelin FEM, këta faktorë mbështesin teorinë klasike përkatëse POT, ndërsa ROE pranohet me arsyetim si pjesë e teorisë TOT. Në modelin FEM, borxhi aktual është shumë i ndikuar nga niveli i borxhit të mëparshëm (stabiliteti dhe vazhdimësia ndër vite). Kthimi në aktive (ROA) ka ndikim negativ dhe të fortë në borxhin e firmave, që nënkupton se performanca operacionale e mirë ul nevojën për borxh. Kthimi në kapital (ROE) nxit rritjen e borxhit total, por vetëm në modelin e përgjithshëm, jo në ato specifike afatgjatë dhe afatshkurtër. Likuiditeti zvogëlon borxhin, sidomos atë afatshkurtër. Mundësitë e rritjes lidhen me rritje të borxhit total dhe afatgjatë, që përputhet me nevojën për financim të zgjerimit. Faktorë të tjerë si madhësia, mosha dhe fleksibiliteti financiar nuk kanë efekt të dukshëm në këto modele. Modeli GMM gjithashtu konfirmon gjetje të ngjashme me modelin FEM, megjithëse disa variabla përjashtohen për mungesë ndikimi domethënës. Rezultatet, treguan se faktorët kryesorë mbeten të njëjtë dhe të qëndrueshëm në të dy modelet, ku trupëzimi i aktiveve (TA) ka efekt pozitiv për borxhin afatgjatë, por nuk është gjithmonë statistikisht i rëndësishëm, ndërsa përfitimi tatar jo borxh nuk mbështet asnjërën teori. Në përfundim, rëndësia statistikore e variablave ndihmon në identifikimin e faktorëve kyç për interpretim dhe në kuptimin e strukturës financiare të firmave të analizuara.

KAPITULLI 6

PËRFUNDIME DHE REKOMANDIME

Nisur nga analizimi dhe interpretimi i rezultateve në vazhdimësi në këtë kapitull paraqiten përfundimet të gjetjeve empirike dhe formulimin e rekomandimeve që rrjedhin nga hulumtimi mbi ndikimin e faktorëve të brendshëm në strukturën e borxhit të firmave jo-financiare në Shqipëri, me fokus të veçantë në firmat që operojnë në qarkun e Tiranës. Nëpërmjet një interpretimi kritik të dhënave të mbledhura dhe gjetjeve kryesore synohet të nxirren konkluzione të qëndrueshme që kontribuojnë si në zhvillimin e mëtejshëm të literaturës shkencore, ashtu edhe në orientimin praktik të vendimmarrjes financiare në nivel firme në Shqipëri. Në vazhdimësi do të shqyrtohen rezultatet e analizës së regresionit me efekte fikse (FEM), rezultatet e analizës së regresionit të ndikimit të madhësisë së firmave në përcaktimin e strukturës së kapitalit, gjithashtu ky studim analizoi edhe ndikimin e sektorit të aktivitetit në strukturën e borxhit, dhe në përfundim rezultatet e analizës së regresionit duke përdorur modelet dinamike, si GMM. Rekomandimet që nxirren nga ky hulumtim synojnë të ndihmojnë në hartimin e politikave më efektive të kapitalit dhe huamarrjes, në përputhje me karakteristikat specifike të tregut vendas dhe sfidave institucionale përkatëse, si dhe hapen mundësi për hulumtime të mëtejshme në këtë fushë.

6.1 Përfundime të studimit

Ky seksion shqyrton përfundimet mbi gjetjet kryesore të analizës empirike, duke vlerësuar ndikimin e faktorëve të brendshëm të firmës në përbërjen e borxhit të firmave jo-financiare në qarkun e Tiranës, pare nga këndvështrimi i modeleve statike, dinamike, madhësisë dhe sektorit.

Shumë studime kanë trajtuar strukturën e kapitalit, duke filluar me artikullin e Modigliani dhe Miller (1958) dhe duke vazhduar me kontributet e akademikëve të ndryshëm dhe jo vetëm. Por në vende të ndryshme, qasjet, teknikat dhe metodat për analizimin e levës financiare të firmave dhe zgjedhjen e burimeve të financimit ndryshojnë. Një analizë e strukturave të kapitalit të përdorura nga firmat në mbarë botën tregon se ekzistojnë dallime të rëndësishme midis strukturave të kapitalit të firmave në vendet e zhvilluara dhe atyre në vendet në zhvillim. Ndërsa ekzistojnë disa ngjashmëri midis strukturave të kapitalit të firmave që veprojnë në të njëjtat industri, është gjithashtu e vërtetë që edhe brenda së njëjtës industri, firmat përdorin nivele shumë të ndryshme të borxhit në krahasim me kapitalin e tyre. Kështu që, përcaktimi i strukturës optimale të kapitalit për të maksimizuar vlerën për aksionarët ka qenë një objektiv i rëndësishëm për firmat dhe një sfidë e vazhdueshme në këtë proces. Ky kërkim përqendrohet në analizimin e ndikimit të faktorëve specifikë të firmës mbi strukturën e borxhit të firmave jo-financiare në Shqipëri. Treguesit kryesorë të vlerësuar në këtë studim përfshijnë: kthimin mbi kapitalin (ROE), kthimin mbi aktivet (ROA), trupëzimin e aktiveve, nivelin e likuiditetit, madhësinë e firmës, fleksibilitetin financiar, përfitimet tatimore jo të lidhura me borxhin, mundësitë e rritjes, moshën e firmës si dhe raportin e borxhit të maturuar me kalimin e kohës. Në tërësi, rezultatet empirike për firmat shqiptare janë në përputhje me supozimet teorike dhe gjetjet empirike të mëparshme. Ky studim vëren se karakteristikat që ndikojnë në strukturën e borxhit të

firmave të përfshira në analizë janë të ngjashme me ato që ndikojnë strukturën e kapitalit të firmave të vogla, të mesme dhe të mëdha në vendet e industrializuara. Pyetja mbetet ende e hapur nëse Shqipëria ka elementë të tjerë të veçantë që ndikojnë në levën financiare të firmave të saj. Vlen të theksohet se në Shqipëri nuk funksionon një treg kapitalesh dhe e vetmja mundësi për financim të jashtëm janë institucionet bankare, të cilat mbizotërojnë tregun financiar. Në qarkun e Tiranës, firmat nuk kanë një strukturë optimale të kapitalit, por vërehet se gjatë periudhës 2019-2023 ato paraqesin vlera me borxhin total që përbën mesatarisht (55.73%), ku dominon borxhi afatshkurtër (40.46%) ndaj atij afatgjatë (15.27%). Kjo tregon një varësi të lartë nga financimi afatshkurtër, duke rritur ekspozimin ndaj rreziqeve të likuiditetit dhe paqëndrueshmërisë financiare. Pra, mund të konkludojmë se firmat në kampion kanë luhajtje mjaft të vogla në nivelet e borxhit dhe vërehet se firmat e përfshira shfaqin variacione të kufizuara në nivelin e borxhit të tyre. Firmat e përfshira në studim ndjekin parimet e teorisë (POT), duke u financuar kryesisht, me fitime të mbajtura, më pas me borxh dhe si mundësi të fundit me kapital aksioner. Mesatarisht, ato financojnë aktivet e tyre me borxh në masën (55.73) pikë përqindje dhe me kapital aksioner në masën (44.27) pikë përqindje. Këto të dhëna tregojnë se firmat mbështeten më shumë në borxh dhe më pak në kapital, kjo për shkak të mos funksionimit konkret të tregjeve të kapitalit dhe në përputhje me gjetjet në ekonominë në zhvillim. Firmat janë të varura në mënyrë të konsiderueshme nga financimi përmes borxhit. Një strukturë e tillë mund të rrisë rrezikun financiar dhe mund të ndikojë negativisht në stabilitetin financiar afatgjatë të tyre, veçanërisht në rast krizash ose tkurrje ekonomike. Gjithashtu, gjetjet tregojnë se më shumë firmat mbështeten në kredi tregtare nga furnitorët sesa në kredi financiare nga bankat. Kjo ndodh për shkak të procedurave shtrënguese dhe tepër të zgjatura të aplikuara nga bankat, por edhe normave të larta të interesit mbi kreditë gjatë periudhës së studimit në Shqipëri. Teoria (TOT), e cila argumenton se firmat rrisin nivelin e borxhit për të përfituar nga zbritja e interesave të borxhit para taksave, nuk është e zbatueshme në Shqipëri. Në kampionin e studiuar, në tërësi, është vërejtur financimi i tepërt përmes borxhit afatshkurtër, e cila nënvizon varësinë e firmave nga detyrimet ndaj furnitorëve dhe sugjeron prezencën e vështirësive në menaxhimin e likuiditetit. Le të shikojmë më nga afër një përmbledhje të përfundimeve të gjetjeve në veçanti, sipas modeleve të ndryshme të regresionit, si më poshtë vijon:

Së pari, rezultatet e analizës së regresionit me efekte fikse (FEM) mbi 75 firma tregojnë se modelet e përdorura janë të rëndësishme dhe të përshtatshme statistikisht. Gjetjet e studimit theksojnë rolin e rëndësishëm që faktorët specifikë të firmës luajnë në ndërtimin e strukturës së borxhit, përfshirë përbërësit si borxhi total (BT), borxhi afatgjatë (BAGJ) dhe borxhi afatshkurtër (BASH). Rezultatet për raportin e borxhit total (BT) tregojnë se variablat BT (-1), ROE, ROA, MRR dhe LF kanë ndikim të rëndësishëm. Faktorët BT (-1), ROE dhe MRR kanë një ndikim pozitiv, ndërsa ROA dhe LF ndikojnë negativisht. Për raportin e borxhit afatgjatë (BAGJ), variablat e rëndësishme përfshijnë BAGJ (-1), ROA dhe MRR. BAGJ (-1) dhe MRR kanë ndikim pozitiv, ndërsa ROA ka ndikim negativ mbi borxhin afatgjatë. Në analizën e raportit të borxhit afatshkurtër (BASH), faktorët e rëndësishëm janë BASH (-1), ROA dhe LF. BASH (-1) ka ndikim pozitiv, ndërsa ROA dhe LF ndikojnë negativisht mbi borxhin afatshkurtër. Rezultatet e modelit statik me efekte fikse treguan se lidhja midis BT-së dhe ROA-së është negative dhe e fortë, ndërsa me BT (-1) është pozitive dhe e fortë. Kështu që 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 total me (0.6778) herë ose (67.78) përqind ose anasjelltas. Ndërsa një rritje e BT (-1)-së, e ROE –së, dhe MRR-së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e

raportit borxhit total me (0.4141) herë ose (41.41) përqind, me (0.1013) herë ose (10.13) përqind per ROE-ne dhe (0.0248) herë ose (2.48) përqind per MRR-ne respektivisht. Në përfundim një rritje e LF-së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në uljen e raportit të borxhit total me (0.0059) herë ose (0.59) përqind. Për më tepër, rezultatet e përgjithshme të regresioneve të përmbledhura tregojnë se të tria modelet janë statistikisht të rëndësishme dhe të përshtatshme për analizimin e strukturës së borxhit të firmave. Ndikimi i faktorëve të pavarur mbi raportet e borxhit tregon një strukturë të qartë financimi për firmat e studiuara gjatë periudhës së kërkimit.

Së dyti, ky studim shqyrtoi edhe ndikimin e madhësisë së firmave në përcaktimin e strukturës së kapitalit, duke ndarë firmat në tre kategori: të vogla, të mesme dhe të mëdha. Përmes analizës përshkruese dhe modeleve të regresionit me efekte fikse (FEM), u identifikuan tendenca të rëndësishme në përdorimin e borxhit dhe kapitalit në varësi të madhësisë së firmave. Nisur nga rigrupimi i firmave sipas klasifikimit të madhësisë, nga rezultatet u dallua se firmat nuk kanë një strukturë optimale të kapitalit, por gjatë periudhës 2019-2023, për firmat e vogla mesatarisht (47.18) përqind e financimit ka qenë me borxh total, (1.35) përqind me borxh afatgjatë dhe (45.83) përqind me borxh afatshkurtër. Për firmat e mesme, përqindjet ishin (60.89) përqind borxh total, (8.16) përqind borxh afatgjatë dhe (52.73) përqind borxh afatshkurtër. Mesatarja për firmat e mëdha ishte (55.59) përqind borxh total, (17.62) përqind borxh afatgjatë dhe (37.97) përqind borxh afatshkurtër. Kjo sugjeron se firmat e përfshira në rigrupim sipas madhësisë kanë pasur variacione të mëdha në nivelet e borxhit. Gjetjet sugjerojnë se firmat e vogla përdorin më pak borxh total dhe kanë një përqindje më të lartë të kapitalit të vet, ndërkohë që firmat e mëdha kanë një nivel më të lartë të borxhit afatgjatë për shkak të një qasje më të lehtë në financim nga institucionet kredi dhënëse. Për më tepër, analiza tregoi se firmat e vogla mbështeten më tepër në borxh afatshkurtër, ndërsa ato të mëdha preferojnë strukturën e borxhit me një peshë më të madhe të borxhit afatgjatë. Rezultatet e regresionit konfirmojnë se faktorët specifikë të firmës shpjegojnë pjesën më të madhe të variacionit në raportet e borxhit, me një ndikim më të theksuar tek firmat e vogla dhe të mëdha. Modeli i regresionit gjithashtu dëshmoi se variabla të tilla si kthimi mbi kapitalin (ROE), kthimi mbi aktivet (ROA) dhe mundësitë për rritje (MRR) ushtrojnë efekte të ndryshme mbi strukturën e kapitalit të firmave në varësi të madhësisë së tyre. Në përgjithësi, këto gjetje konfirmojnë edhe njëherë idenë se madhësia e firmës luan një rol të rëndësishëm në përzgjedhjen e burimeve të financimit, duke reflektuar mundësitë dhe kufizimet me të cilat përballen grupet përkatëse në aksesin ndaj institucioneve financiare. Këto gjetje kanë implikime të rëndësishme për politikëbërësit, institucionet financiare dhe menaxherët e firmave, duke ofruar një perspektivë më të qartë mbi strategjitë optimale të financimit për firmat e madhësive të ndryshme. Pra, si konkluzion nisur nga rigrupimi i firmave studimi tregon se për firmat e vogla, (45.83) përqind e aktiveve financohen me borxh afatshkurtër, për firmat e mesme (60.89) përqind, ndërsa për firmat e mëdha (37.97) përqind. Kjo sugjeron se firmat e vogla dhe të mesme mbështeten kryesisht tek furnitorët për financim me kredi tregtare dhe përballen vazhdimisht me probleme të likuiditetit. Më konkretisht, tek firmat e mëdha kjo dukuri është më e vogël për shkak të përdorimit më të pakët të borxhit afatshkurtër kundrejt atij afatgjatë. Kjo rrjedh nga lehtësia me të cilën këto firma mund të sigurojnë financim me borxh afatgjatë nga institucionet financiare, duke përdorur si garanci kolateralin ekzistues.

Së treti, ky studim analizoi ndikimin e sektorit të aktivitetit në strukturën e borxhit, duke i ndarë firmat në dy kategori: tregtare dhe jo-tregtare. Rezultatet empirike tregojnë se faktorët specifikë të firmës ushtrojnë ndikim mbi strukturën e borxhit, me variabla të

ndryshëm që prodhojnë efekte të veçanta në secilin sektor. Firmat që operojnë në industri më konkurruese dhe të paqëndrueshme, siç janë shërbimet dhe tregtia, kanë më shumë prirje të përdorin borxh afatshkurtër për të financuar aktivitetet e tyre të përditshme. Firmat që veprojnë në industri më të qëndrueshme, si prodhimi apo ndërtimi, kanë më shumë gjasa të përdorin borxh afatgjatë për të financuar aktivet e tyre. Për firmat tregtare, borxhi total ndikohet ndjeshëm nga ROA dhe LF në një nivel rëndësie prej 1 përqindje, si dhe nga ROE dhe MOF në një nivel rëndësie prej 5 përqindje. Në anën tjetër, për firmat jo - tregtare, variablat më domethënës janë BT (-1), ROA dhe MRR, të cilët kanë një ndikim të rëndësishëm në të njëjtin nivel rëndësie prej 1 përqindje. Pra, si konkluzion modelet statistikisht të rëndësishme konfirmojnë se sektori i aktivitetit është një faktor i rëndësishëm në përcaktimin e strukturës së borxhit, duke nënvizuar edhe njëherë rëndësinë e faktorëve të brendshëm të firmave në vendimmarrjen financiare.

Së fundi, modelet e zhvilluara dhe përshkruara deri tani kanë analizuar strukturën e kapitalit nga një këndvështrim statik. Megjithatë, përdorimi i modeleve dinamike, si GMM, ofron rezultate më të sakta. Kjo për shkak se modeli dinamik GMM përdor transformime me diferencë të parë dhe një teknikë me dy hapa për të adresuar problemet e autokorrelacionit dhe heteroskedasticitetit. Gjithashtu, testi Hansen-Sargan konfirmoi vlefshmërinë e instrumenteve të përzgjedhura. Për më tepër, testet e autokorrelacionit tregojnë se nuk ka autokorrelim të rendit të dytë, duke mbështetur më tej specifikimin e saktë të modelit. Rezultatet e regresionit tregojnë se variabla të ndryshme ndikojnë në mënyra të ndryshme mbi raportin e borxhit total (BT), borxhin afatgjatë (BAGJ) dhe borxhin afatshkurtër (BASH). BT ndikohet pozitivisht nga ROE dhe negativisht nga ROA dhe likuiditeti i firmës (LF). BAGJ ndikohet pozitivisht nga vlera e vonuar me një periudhë e tij (BAGJ (-1)) dhe fleksibiliteti financiar (FF), por negativisht nga LF. BASH ndikohet negativisht nga ROA, ndërsa faktorët e tjerë nuk janë statistikisht të rëndësishëm. Këto gjetje theksojnë rëndësinë e variablave financiarë specifike në strukturën e borxhit të firmave, duke treguar se faktorë si kthimi nga aktivet ROA, kthimi nga kapitali ROE, likuiditeti dhe borxhi i kaluar kanë ndikime të ndryshme mbi nivelet e borxhit aktual. Rezultatet e modelit dinamik tregojnë se lidhja midis BT-së dhe ROA-së është negative dhe e fortë, me LF është negative dhe e dobët ndërsa me ROE është pozitive dhe e fortë, dhe me BT(-1) është pozitive dhe e dobët. Një rënie prej 1 përqind e kthimit mbi aktivet (ROA), duke supozuar që të gjithë faktorët e tjerë mbeten konstantë, rezulton në një rritje të raportit të borxhit total me (1.53) herë, ose (153.07) përqind ose anasjelltas. Në të njëjtën mënyrë, një rritje prej 1 përqind e kthimit mbi kapitalin (ROE), nën të njëjtat kushte, shoqërohet me një rritje të raportit të borxhit total me (0.5869) herë, ose (58.69) përqind. Në përfundim një rritje e LF-së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në uljen e raportit të borxhit total me (0.0340) herë ose (3.4) përqind. Ndërsa vërejmë se lidhja midis BAGJ-së dhe BAGJ (-1) -së është pozitive dhe e fortë, dhe se lidhja midis BT-së dhe BT (-1) -së është pozitive dhe e dobët. Kështu një rritje e BAGJ (-1) -së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit afatgjatë me (0.5352) herë ose (53.52) përqind, ndërsa një rritje e BT (-1) -së me 1 përqind, nëse tërë faktorët e tjerë mbahen të pandryshuar, do të çonte në rritjen e raportit të borxhit total me (0.0714) herë ose (7.14) përqind.

Duke përmbledhur sa argumentuam gjetjet tregojnë se faktorët e studiuar dhe analizuar janë në përputhje me supozimet teorike, si edhe me studimet empirike kombëtare dhe ndërkombëtare, duke theksuar edhe njëherë rëndësinë e financimit bankar në Shqipëri, e cila karakterizohet nga mungesa e tregjeve të zhvilluara të kapitalit (orientuar drejt sistemit bankar dhe jo të tregut). Në përputhje me teorinë dinamike të kompensimit,

leva e periudhës së mëparshme luan një rol ndjeshëm pozitiv në përcaktimin e levës së tyre aktuale dhe asaj të ardhshme. Studimi tregoi se firmat e vogla hasin vështirësi në sigurimin e financimit afatgjatë, gjë që pasqyrohet në korrelacionin negativ ndërmjet madhësisë së firmës dhe borxhit afatshkurtër, dhe në një korrelacion pozitiv me borxhin afatgjatë.

Studimi zbuloi se karakteristikat e firmës kishin ndikim të rëndësishëm në strukturën e borxhit dhe në përputhje me studimet e mëparshme: Së pari, rezultatet tregojnë se struktura e borxhit të firmave në qarkun e Tiranës bazohet në borxhin afatshkurtër dhe konkretisht në kredinë tregtare. Së dyti, rezultatet tregojnë se teoria (POT) shpjegon vendimet mbi strukturën e borxhit më mirë se teoria (TOT). Rezultatet konfirmuan se firmat në qarkun e Tiranës kanë tendencë të mbështeten më shumë në borxhin afatshkurtër sesa në atë afatgjatë për plotësimin e nevojave të tyre financiare. Ndërkohë, në ekonomi emergjente (përfshirë edhe rasti i Shqipërisë), faktorët institucionalë, si korrupsioni dhe infrastruktura e dobët ligjore kanë rezultuar në zgjedhje të strukturës së borxhit që shpesh nuk ndjekin asnjërën nga teoritë klasike. Gjithashtu, u vu re se teoritë klasike nuk zbatohen gjithmonë në mënyrë të drejtpërdrejtë në këto kontekste. Diferencat në sistemet financiare, kulturën e firmave dhe zhvillimin ekonomik të vendit bëjnë që gjetjet të mos jenë të përgjithshme dhe unifikuese ndërmjet vendeve të ndryshme. Rezultatet konfirmojnë se menaxherët nuk vendosin objektiva specifike ose të synuar për raportin e borxhit, por ndjekin një rend të caktuar në përzgjedhjen e burimeve të financimit. Me fjalë të tjera, sjellja e firmave në qarkun e Tiranës është në përputhje me teorinë (POT). Nisur nga sa argumentuam, qeveritë e këtyre vendeve duhet të përqendrohen më shumë në nxitjen e përdorimit të burimeve alternative të financimit, në mënyrë që të reduktohet varësia e tepruar e firmave nga sektori bankar. Nëpërmjet një analize të kombinuar statike dhe dinamike (FEM dhe GMM), studimi arrin të nxjerrë disa përfundime domethënëse, të cilat në përgjithësi janë në përputhje me teorinë (POT), por njëkohësisht sfidojnë aplikueshmërinë e teorisë (TOT) në kontekste ekonomike të pazhvilluara si Shqipëria. Kritikisht, ndonëse rezultatet konfirmojnë se variablat si ROA, ROE, likuiditeti, mundësitë e rritjes dhe raporti i borxhit të kaluar kanë efekte të rëndësishme mbi levën financiare, mbështetja e firmave kryesisht mbi borxhin afatshkurtër dhe kredinë tregtare sinjalizon një kufizim sistemi të tregut financiar shqiptar dhe një “këmbanë alarmi” për të ardhmen. Përdorimi i borxhit afatgjatë është i kufizuar dhe i përqendruar kryesisht në firmat e mëdha, duke reflektuar pabarazi në aksesin ndaj kapitalit dhe mungesën e burimeve të qëndrueshme për firmat më të vogla. Kjo përforcon bindjen se jo vetëm karakteristikat e brëndshme, por edhe faktorët institucional dhe rregullatorë luajnë një rol thelbësor në sjelljen financiare të firmave në qarkun e Tiranës.

Nga ana tjetër, analiza e sektorit tregon qartë se natyra e aktivitetit ekonomik ndikon ndjeshëm në mënyrën e financimit, me firmat tregtare që preferojnë më tepër borxhin afatshkurtër për shkak të paqëndrueshmërisë së të ardhurave dhe strukturës më fleksibile të shpenzimeve. Ky dallim është i rëndësishëm jo vetëm për strategjinë e financimit të firmave, por edhe për hartimin e politikave publike që synojnë përmirësimin e aksesit në financim. Ndërkohë që përdorimi i modelit GMM përfaqëson një avancim metodologjik në analizën e të dhënave panel, vlen të theksohet se specifikimi i saktë i modelit dhe interpretimi i koeficientëve kërkon një kujdes dhe maturi të veçantë, gjithashtu, konfirmimi i rezultateve nëpërmjet më shumë metodologjive do ta përforconte më tej fortësinë e analizës.

Pra, si konkluzion gjetjet tregojnë se faktorët specifike si kthimi mbi kapitalin (ROE), kthimi mbi aktivet (ROA), likuiditeti i firmës dhe borxhi me një periudhë të vonuar

kanë një ndikim të rëndësishëm në strukturën e borxhit të firmave. Studimi nënvizon nevojën për ndërhyrje strukturore në tregun financiar Shqiptar. Pa zhvillimin dhe funksionimin konkret të tregjeve të kapitalit dhe përmirësimin e klimës ligjore dhe institucionale, firmat shqiptare do të vazhdojnë të përballen me një mjedis të ngushtë financiar që imponon përdorimin e strukturave të borxhit të pa optimizuara, por të bazuara vetëm në nevoja momentale. Në këtë kuadër, hulumtimi ofron baza për ndërhyrje politike, rregullatorë dhe për hulumtime të mëtejshme të cilat mund të përfshijnë edhe ndikimet e faktorëve institucionalë dhe makroekonomikë në strategjitë e financimit të firmave. Në përgjithësi, ky hulumtim ofron njohuri të vlefshme për akademikët dhe ka implikime modeste për menaxherët financiarë dhe politikët e vendimmarrjes financiare në mjedisin biznesor të Shqipërisë. Ky studim kontribuon në literaturën ekzistuese duke ofruar një kuptim më të thellë mbi faktorët specifikë që ndikojnë në raportet e borxhit të firmave dhe rëndësinë e tyre në vendimmarrjen financiare.

6.2 Rekomandime të studimit

Ky seksion trajton nevojën për përshtatjen e strukturës së borxhit të firmave ndaj realitetit të tregut në të cilën ato operojnë, duke propozuar një qasje sa më fleksibël që merr në konsideratë faktorët e brendshëm të firmës, dinamikat makroekonomike dhe reformat institucionale, si dhe rekomandime për përmirësimin e politikave financiare dhe drejtimet e mundshme për kërkime të ardhshme.

Në varësi të kushteve aktuale ekonomike-financiare të Shqipërisë, e cila konsiderohet një vend në tranzicion dhe me një mjedis financiar në zhvillim të shpejtë, firmat duhet të përcaktojnë një strukturë të "shëndoshë" të borxhit. Si rrjedhojë, sugjerohet një strukturë jo-fikse, por një strukturë fleksibël që ndryshon dhe përshtatet në varësi të madhësisë së investimeve të firmës, kushteve makroekonomike ose mjedisit ekonomik të vendit. Institucionet financiare duhet të lehtësojnë procedurat, kohën e kreditimit dhe të aplikojnë norma interesi të reduktuara për firma që kanë aftësi për të shlyer detyrimet e borxhit. Bankat, gjithashtu duhet të trajtojnë punonjësit e tyre për të vlerësuar më mirë firmat bazuar në sektorin ku ato operojnë. Bursa Shqiptare e Titujve (ALSE), ndonëse formalisht aktive, mbetet jo funksionale në praktikë. Është e domosdoshme që kjo bursë të bëhet plotësisht operacionale dhe efikase, për të përmbushur rolin e saj në zhvillimin e tregjeve financiare. Kjo kërkesë është po aq thelbësore sa edhe funksionimi i bursës së energjisë (ALPEX), e cila tashmë po ndërmerr hapa të rëndësishëm drejt operimit efektiv në një treg të hapur, duke mundësuar tregtimin e energjisë dhe aksesin në burime energjetike sipas nevojave të tregut. Gjithashtu rekomandohet që firmat që dëshirojnë të zbatojnë modelin optimal të strukturës së kapitalit të përdorin një model më të besueshëm të vlerësimit bazuar në flukset e lira të parasë, me vlerësime më të sakta të flukseve të ardhshme të parasë, në mënyrë që të arrihen rezultate më të qëndrueshme.

Në vazhdim të argumentimit të bërë dhe për hulumtime shkencore të mundshme në të ardhmen, propozohen disa rekomandime për tu marrë në konsideratë:

Së pari, mund të jetë e nevojshme të zgjerohet gama e vëzhgimeve duke rritur numrin e firmave dhe duke zgjatur edhe periudhën e studimit. Kjo, paraqet disa sfida, pasi pasqyrat financiare të audituara nuk publikohen gjithmonë në kohën dhe mënyrën e duhur pranë QKB-së, gjë që shkakton mungesë të dhënash për disa periudha dhe mund të rezultojë në një panel të dhënash jo të balancuar. Së dyti, mund të jetë e rëndësishme

të merren parasysh jo vetëm firmat në qarkun e Tiranës, por gjithashtu në të gjithë territorin e Republikës së Shqipërisë. Së treti, mbase do të ishte e nevojshme të mblidhen rezultate dhe të bëhen gjithashtu studime nga vendet e rajonit për të vlerësuar nëse sjellja e firmave Shqiptare është në përputhje me atë të firmave të ekonomive të tjera të rajonit. Së katërti nevoja e ekzaminimit të sjelljes financiare të disa sektorëve të ndryshëm dhe jo vetëm të sektorit tregtar, siç u realizua në këtë studim. Së pesti nisur nga studimi i Graham and Harvey (2001), mbase do të ishte e nevojshme të realizohesh studimi i përzgjedhjes së strukturës së borxhit përmes përdorimit të dhënave primare me metoda cilësore dhe jo vetëm me metoda sasiore, ose një kombinim i të dyjave së bashku. Së fundmi nevoja për përfshirjen e variablave të tjerë të pavarur, të cilat mund të rrisin shpjegueshmërinë e levës financiare, të tilla si variabla institucionale ose cilësore.

Gjithashtu propozohen disa rekomandime praktike për firmat:

Së pari, hartimi i një plani afatgjatë financiar, që parashikon balancimin e financimit midis kapitalit të vet dhe borxhit, si dhe nevojave të likuiditetit në periudha të ndryshme të vitit. Së dyti, negocimi i kushteve më të favorshme për kredi afatgjata me institucionet financiare, për të zëvendësuar pjesërisht borxhin afatshkurtër dhe ulur rrezikun e ri-financimit. Së treti, diversifikimi i burimeve të financimit, duke eksploruar alternativa si partneritetet, investitorët privatë, financimet përmes granteve, apo edhe crowdfunding. Së katërti, përmirësimi i menaxhimit të qarkullimit të parasë (cash flow), përmes mbledhjes më efektive të detyrimeve, negocimit të afateve me furnitorët dhe mbajtjes së një rezerve operationale në rast vështirësie financiare. Së pesti, rritja e kapitalit përmes reinvestimit të fitimeve, duke kufizuar shpërndarjen e dividendeve në periudha të paqëndrueshme dhe duke forcuar kështu vetëfinancimin e brendshëm. Së gjashti, rishikimi periodik i strukturës së kapitalit, për të analizuar koston mesatare të kapitalit (WACC) dhe për të identifikuar mundësi për optimizim e saj në përputhje me ndryshimet e tregut dhe objektivat strategjike. Së fundmi, edukimi financiar dhe trajnimi i vazhdueshëm stafit drejtues, për t'u pajisur me aftësi praktike në mirë menaxhimin e borxhit, planifikimin strategjik financiar dhe parashikimin e rreziqeve.

Në përfundim, propozohen disa rekomandime për qeverinë, institucionet dhe politikëbërësit:

Së pari, krijimi i instrumenteve të financimit afatgjatë me kushte të lehtësuara, si skema garancie ose kredi të subvencionuara për firma që synojnë të zëvendësojnë borxhin afatshkurtër me borxh afatgjatë. Së dyti, stimulimi i kapitalizimit të firmave, përmes lehtësirave fiskale për firmat që rrisin kapitalin e vet (p.sh. përfitime tatimore për fitimet e reinvestuara). Së treti, zhvillimi i mëtejshëm të tregjeve të kapitalit, si dhe krijimit të platformave të financimit kolektiv (crowdfunding) të rregulluara ligjërisht. Së katërti, rritja e shërbimeve të edukimit financiar për firmat, në bashkëpunim me universitete, dhoma tregtie apo organizata, për të rritur kapacitetet e menaxhimit financiar. Së pesti, përmirësimi i infrastrukturës ligjore dhe institucionale, për të garantuar siguri më të lartë për investitorët potenciale dhe për të reduktuar rrezikun në huadhënie. Së gjashti, zbatimi i politikave makroekonomike të qëndrueshme, që ofrojnë një mjedis të parashikueshëm për firmat, veçanërisht në lidhje me normat e interesit, inflacionin dhe stabilitetin monetar (p.sh. kursi këmbimit). Së fundi, mbështetja e firmave që në fazat e hershme të zhvillimit, përmes fondeve publike të kapitalit sipërmarrës (venture capital) apo përmes qendrave të mbështetura nga shteti, ku ato marrin ndihmë financiare, trajnime apo këshillim për të rritur dhe forcuar aktivitetin e tyre.

Pra, si konkluzion në kontekstin e një ekonomie në tranzicion si Shqipëria, ky studim thekson nevojën për një qasje sa më fleksibël dhe dinamike në përshtatjen e strukturës

së borxhit të firmave, duke marrë parasysh faktorët e brendshëm, dinamikat makroekonomike dhe reformat institucionale. Rekomandohen masa konkrete për përmirësimin e infrastrukturës financiare dhe efikasitetin operacional të institucioneve, përfshirë aktivizimin dhe funksionimin e plotë të Bursës Shqiptare të Titujve (ALSE), përmirësimin e metodave të vlerësimit të kapitalit dhe nxitje për përfshirjen e firmave të mëdha në të. Gjithashtu, rekomandohet zgjerimi i hulumtimeve të ardhshme përmes rritjes së kampionit, zgjerimit gjeografik, përfshirjes së metodave cilësore dhe sasore, dhe integritetit të variablave institucionale, për të rritur saktësinë dhe zbatueshmërinë e rezultateve në kuadër të zhvillimit të qëndrueshëm ekonomik dhe financiar të vendit.

6.3 Limitimet e studimit

Në përfundim të hulumtimit trajtohen kufizimet metodologjike dhe praktike të studimit aktual, duke evidentuar mungesat potenciale në të dhëna në vazhdimësi, periudhën e shkurtër të analizës dhe mungesën e të dhënave primare, ndërkohë që sugjeron drejtime të vlefshme për kërkime të ardhshme mbi strukturën e borxhit të firmave në Shqipëri.

Një kufizim i rëndësishëm i studimit është fokusimi vetëm në një qark (Tirana), që kufizon përgjithësimin e gjetjeve për gjithë vendin. Ekonomitë rajonale në Shqipëri karakterizohen nga nivele të ndryshme zhvillimi, prandaj zgjatja e analizës në shkallë më të gjerë kombëtare do të përbënte një hap të rëndësishëm drejt një kuptimi më gjithëpërfshirës të strukturës së borxhit në vend. Gjithashtu, studimi është i kufizuar në mbledhjen e të dhënave vetëm për 75-së firma, gjë që mund të mos jetë e mjaftueshme për të përfaqësuar të gjithë popullatën e firmave në qarkun e Tiranës (131 në total). Në mungesë të tregjeve aktive të kapitalit në Shqipëri, ky studim përdor vetëm të dhënat kontabël dhe të dhëna jashtë tregut për të matur strukturën e borxhit të firmave. Periudha e studimit mund të konsiderohet e shkurtër, pasi fillon në vitin 2019 dhe përfundon në vitin 2023. Do të ishte me interes të vazhdohej më tej, duke përfshirë vitet në vijim. Ky studim merr në konsideratë vetëm të dhënat dytësore të marra nga pasqyrat financiare për të përcaktuar vendimmarrjen mbi strukturën e borxhit të firmave. Do të ishte me interes përdorimi i të dhënave parësore përmes intervistave drejtpërdrejtë me drejtuesit financiarë të firmave për të kuptuar më mirë zgjedhjet e tyre mbi strukturën e borxhit. Në disa raste, të dhënat financiare të firmave mund të mos jenë të plota ose me mangësi, për shkak të mospërputhjeve në raportim, mungesës së vigjilencës së duhur ose informalitetit në ekonomi, duke ndikuar në cilësinë e rezultateve, të tilla raste janë evidentuar dhe përjashtuar nga paneli i të dhënave duke i cilësuar si outliers kryesisht për të mos prishur modelin.

Pra, si konkluzion politikëbërësit mund të përdorin këto gjetje për të formuluar politika ekonomike më efektive, ndërsa firmat mund të ndërmarrin vendime më të informuara mbi strukturën e tyre të borxhit. Ky studim kontribuon në literaturën e ekonometrisë dhe financës, duke hapur rrugën për kërkime të mëtejshme mbi sjelljen e firmave shqiptare në lidhje me vendimet për ndërtimin e strukturës së borxhit dhe mirë alokimin e fondeve. Në të ardhmen, kërkime të mëtejshme mund të fokusohen në analiza krahasuese ndërmjet vendeve të ndryshme ose në ndikimin e faktorëve makroekonomikë në strukturën e borxhit të firmave. Kjo lihet si një dritare e hapur për studime të ardhshme që do të vijnë.

BIBLIOGRAFIA

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2019). Capital structure and firm performance: Evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 14(1), 1-20. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0283-4>
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), Article 1006477. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Adedjei, A. (2002). A cross-sectional test of Pecking Order Hypothesis against Static Trade-off Theory on UK data [Working paper]. SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302827>
- Aggarwal, R. (1981). International differences in capital structure norms: An empirical study of large European companies. *Management International Review*, 1, 75-88.
- Ahmed, R., & Bhuyan, R. (2020). Capital structure and firm performance in Australian service sector firms: A panel data analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 214. <https://doi.org/10.3390/jrfm13090214>
- Akhtar, S., Javed, B., Maryam, A., & Sadia, H. (2012). Relationship between financial leverage and financial performance: Evidence from fuel & energy sector of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 4(11), 7-17.
- Alber, N., & Youssef, I. (2020). Capital structure determinants: A cross-country analysis. *International Business Research*, 13(5), 1-10. <https://doi.org/10.5539/ibr.v13n5p1>
- Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03825.x>
- Ang, J. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.
- Ang, J. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance*, 1, 185-203.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00267.x>
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). Determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries [Working paper]. University of Durham.
- Antoniou, A., Yilmaz, G., & Krishna, P. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002754>
- Angjeli, G., & Xhori, E. (2023). Optimizing capital structure: A model of optimal capital structure from the perspective of recent developments in decision making. *International Journal of Advanced Natural Sciences and Engineering Researches*, 7(1), 1-6.
- European Commission. (2025, May 21). Annual report on European SMEs 2024/2025. SME Performance Review. https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-strategy-and-sme-friendly-business-conditions/sme-performance-review_en
- Arellano, M. (2003). Panel data econometrics. Oxford University Press.

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Asteriou, D., & Hall, S. (2007). *Applied econometrics: A modern approach using EViews and Microfit*. Palgrave Macmillan.
- Baker, H. K., & Martin, G. (2011). Capital structure and corporate financing decisions. Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781118266250>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160–172.
- Baral, K. J. (2004). Determinants of capital structure: A case study of listed companies of Nepal. *The Journal of Nepalese Business Studies*, 1(1), 1–13.
- Bartoli, F., Ferri, G., Murro, P., & Rotondi, Z. (2013). SME financing and the choice of lending technology in Italy: Complementarity or substitutability? *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 5476–5485.
- Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of capital structure in developing countries. *Research Paper Series*, Cass Business School, London, UK.
- Benkraiem, R., & Gurau, C. (2013). How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 19(2), 149–164.
- Bennet, M., & Donnelly, R. (1993). The determinants of capital structure: Some UK evidence. *British Accounting Review*, 25, 43–55.
- Berger, A. N., & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and application to the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 30, 1065–1102.
- Berk, J., & De Marzo, P. (2008). *Finanza aziendale 1*. Pearson Paravia Bruno Mondadori.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK: A decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159–170.
- Bhaduri, S. N. (2002). Determinants of capital structure choice: A study of the Indian corporate sector. *Applied Financial Economics*, 12(9), 655–665.
- Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35(3), 357–375. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–52.
- Bokhtiar, H., Mainul, A. F., Afzalur, R., & Nurul, A. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 1883–3850.
- Bontempi, M. E. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy. *Empirical Economics*, 27, 1–22.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87–130.

- Bopkin, G., & Arco, A. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246–256. <https://doi.org/10.1108/10867370910995708>
- Bottasso, A. (1998). La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 57(1), 109–155. <http://www.jstor.org/stable/23248164>
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857–878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2008). *Financial management: Theory & practice* (13th ed.). Cengage Learning.
- Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73–101.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics using Stata*. Stata Press.
- Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2020). The impact of corporate strategy on capital structure: Evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76, 379–385.
- Riportella, C. & L. Cazorla Papis, (2001). ‘New Approaches to the Analysis of the Capital Structure of SMEs: Empirical Evidence from Spanish firms’, Working Paper 01–10, Business Economics Series 03, January, Universidad Carlos III de Madrid.
- Cassar G. & S. Holmes (2003). “Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence”, in *Accounting and Finance*, 43, 123-147.
- 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.
- 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.
- Çekrezi, A., (2013): The Determinants of Capital Structure: Evidence from Albania, *Academic Journal of Interdisciplinary Studies-MCRER*, Vol (2(9)): 370-376.
- Cevheroglu-Acar, M. G. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *J. Mgmt. & Sustainability*, 8, (31), 75-92.
- Cortez, M. A. A. (2025). Determinants of corporate capital structure and the emerging role of intangibles and innovation: The case of Japanese corporations. *DLSU Business & Economics Review*, 34(2), 1-13.
- Chadha, Saurabh, and Anil Kumar Sharma. 2015. Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision* 19: 295–302
- Chen L.J., Jung C, Chen Sh., Jung C, (2020). “How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure”. *The Journal of International Management Studies*, 15(1). 58-86.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies. *Journal of Business Research*, 8, 1341-1351.
- Chittenden, F., G. Hall & P. Hutchinson (1996), ‘Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation’, *Small Business Economics*, Vol. 8, pp. 59–67,

- Cole, R. (2008). What do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance. <http://www.sba.gov/advo/research/rs324tot.pdf>.
- Cressy R. & C. Olofsson (1997). “European SME Financing: An Overview”, in *Small Business Economics*, 9, 87-96
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45, 215-244.
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firms factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(1),
- De Jong, A. (1999). An empirical analysis of capital structure decisions in Dutch firms. PhD. dissertation. CentER, Tilburg University.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1954–1969.
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms’ debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), 1303–1314. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.006>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29. doi:10.1016/0304405X(80)90019-7.
- Deari, F., Alija, S., Lakshina, (2020). V. Determinants of profitability: Evidence from russian agricultural firms. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov, Series V: Economic Sciences*, 13(2), pp. 167-176.
- Deesomsak, R.; Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, pp. 387 – 405.
- Degryse, H., De Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms’ capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431–447. doi:10.1007/s11187-010-9281-8.
- DeMiguel, A. & Pindado, J. (2000). “Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 77-99
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- Digdowniseiso, K., & Amalia, B. (2025). Investigating the determinants of capital structure on extractive companies in Indonesia. *Multidisciplinary Science Journal*, 7(9), 2025438. <https://doi.org/10.31893/multiscience.2025438>
- Doan, T. (2020). Financing decision and firm performance: Evidence from an emerging country. *Management Science Letters*, 10(4), 849-854.
- Drobetz, W., & Heller, S. (2014). The impact of credit rating changes on capital structure decisions: Evidence from non listed firms in Germany. Working paper, University of Hamburg, Germany
- Durant, D. W. (1959). *The Management of Corporate Capital*. Ezra Solomon (ed.), *The Management of Corporate Capital*. New York: Macmillan.
- Ebaid, I.E. (2009). The Impact of Capital-Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), pp. 477-487.

- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Nookosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331. doi:10.1108/03074350710739605.
- Ezirim, C. B., Ezirim, U. I., & Momodu, A. A. (2017). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Nigeria. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 11(1), 68-89.
- Fabbrini A. & G. Micucci (2003). La struttura finanziaria delle imprese marchigiane: un'analisi su dati di bilancio e una discussione delle soft information, in Venanzi D. (a cura di) "Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane. Evidenza empirica", Morlacchi Editore, Perugia, 75-109
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. doi:10.1093/rfs/15.1.1.
- Deari, F., Matsuk Z., & Lakshina V., (2019). Leverage and Macroeconomic Determinants: Evidence from Ukraine. *Studies in Business and Economics* 14: 5–19
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The quarterly review of economics and finance*, 53(2), 140-151.
- Frank, M. Z. Goyal, V. K. Shen, T, (2020). "The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand?" *Oxford Research Encyclopaedia of Economics and Finance*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3540610> .
- Frank, M.Z. & V.K. Goyal, (2003). "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- Frank, M.Z. & V.K. Goyal, (2004). "The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment," *Finance Research Letters* 1, 47-55.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. (2008). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, In:Eckbo, B. (Ed.). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 2, Amsterdam: North Holland, 135–202, working paper version at:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670543.
- Ghasemi, Maziar, Nazrul Hisyam Ab Razak, & Komeli Dehghani. (2018). Determinants of debt structure in ACE Market Bursa Malaysia: A panel data analysis. *Journal of Social Sciences Research* 2018: 390–95.
- Gibson B. (1992). "Financial Information for Decision-Making: An Alternative Small Firm Perspective", in *Journal of Small Business Finance*, 1(3), 221–232.
- Gill, A., Biger, N., Pai, C. & Bhutani, S. (2009). The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from the United States. *The Open Business Journal*, 2(1), 48-53.
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269–1282. doi:10.1080/09603100500387139.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187–243. doi:10.1016/S0304-405X(01)00044-7.
- Gregory B. T., M. W. Rutherford, S. Oswald & L. Gardiner (2005). "An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing", in *Journal of Small Business Management*, 43(4), 382-392
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* 5-th Edition

- Guner, A. (2016). The determinants of capital structure decisions: New evidence from Turkish companies. *Procedia economics and finance*, 38, 84-89.
- Hall, C., Hutchinson, J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(6), 711–728. doi:10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x.
- Hamid, M. A., Abdullah, A. & Kamaruzzaman, N. A. (2015). Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian Evidence. *Procedia Economics and Finance*, 31, 44-55.
- Hansen, L.P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 1029–1054.
- Haque, F., Arun, T., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: A case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(6), 673–681. doi:10.1080/00036840802599909
- Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. (2008). The financial structure of private held Belgian firms. *Small Business Economics*, 30, 301-313.
- Holmes, S., & Kent, P. (1991). An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. *Journal Small Business Finance*, 1, 141-154.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data* (2nd ed). Cambridge. Cambridge University Press.
- Dynamic Panel Analysis. *Research in International Business and Finance* 27 (1), 28–51.
- Huang, G. & Song, F.M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, pp. 14 -36
- Hull, R. M., and Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206 <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82.
- Iyoha, A. O. I., & Umoru, D. (2017). Capital Structure And Firm Financial Performance In Nigeria: Empirical Evidence Of The Causal Link. *Contemporary Economy Journal*, 2(4), 69-83.
- Jarallah, S., Saleh, A. S., & Salim, R. (2019). Examining pecking order versus trade-off theories of capital structure: New evidence from Japanese firms. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 204-211.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 15(1&2), 1–27. doi:10.1111/1468-5957.00176.
- Karadeniz, E., Yilmaz Kandir, S., Balcilar, M., & Beyazit Onal, Y. (2009). Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594-609.
- Kedzior, M., Grabinska, B., Grabinski, K., & Kedzior, D. (2020). Capital Structure Choices in Technology Firms: Empirical Results from Polish Listed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 221.

- Kenourgios, D., Savvakis, G. A., & Papageorgiou, T. (2020). The capital structure dynamics of European listed SMEs. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 32(6), 567-584
- Khan, Tasneem, Mohd Shamim, & Jatin Goyal. (2018). Panel data analysis of profitability determinants: Evidence from Indian telecom companies. *Theoretical Economics Letters* 8: 3581–93.
- Khanh, V., Hung, D., Van, V., & Huyen, H. (2020). A study on the effect of corporate governance and capital structure on firm value in Vietnam. *Accounting*, 6(3), 221-230.
- Kobina Enos, B., Yensu, J., & Obeng, H. (2020). Global Financial Crisis and Determinants of Capital Structure: Evidence from Ghanaian Non-Financial Listed Firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 14(1), 35-56.
- Köksal, Bülent, & Cüneyt Orman. (2015). Determinants of capital structure: Evidence from a major developing economy. *Small Business Economics* 44: 255–82
- Kontuš, E., & Mihanovic, D. (2019). Management of liquidity and liquid assets in small and medium-sized enterprises. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 3247-3265
- Koralun-Bereznicka J, (2013). "How Does Asset Structure Correlate with Capital Structure? Cross-Industry and Cross-Size Analysis of the EU Countries," *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(1), pp. 19 - 28, DOI: 10.13189/ujaf.2013.010103.
- Koralun-Bereznicka, J. (2018). Determinants of capital structure across European countries. In *Contemporary Trends and Challenges in Finance: Proceedings from the 3rd Wroclaw International Conference in Finance*. Springer International Publishing, 199-209.
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132.
- La Rocca M., T. La Rocca & A. Cariola (2009). “Capital Structure Decisions During a Firm’s Life Cycle”, in *Small Business Economics*, published on line: 25 August
- Lawal, B.A.; Edwin, T.K.; Monica, W.K. & Adisa, M.K. (2014). Effects of capital structure on firm’s performance: empirical study of manufacturing companies in Nigeria. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 3(4), 2241 – 2265.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2016). Asymmetric information, debt capacity, and capital structure. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2152505>
- Lisboa, I. (2017). Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis: Evidence from Portugal. *European Journal of Management Studies*, 22(1), 25-49.
- Long, J. S. (1997), *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*, Thousand Oaks, Sage Publications.
- Lopez-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117–136. doi:10.1007/s11187-007-9088-4.
- Lopez-Grazia J. & C. Aybar-Arias (2000). “An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies”, in *Small Business Economics*, 14, 55-63.
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35, 357-375.

- Maddala, G.S. (1988), *Introduction to Econometrics* (New York: Macmillan).
- Maes, E., Dewaelheyns, N., Fuss, C., & Van Hulle, C. (2019). The impact of exporting on financial debt choices of SMEs. *Journal of Business Research*, 102, 56-73.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital structure and firm efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632
- Martinez, L.B., Scherger, V. Guercio, M.B., (2018). "SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 26 No. 1, pp. 105-132. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387>.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinant of SME capital structure in Central and Eastern Europe. A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 28–51. doi:10.1016/j.ribaf.2012.05.002.
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19-33.
- Mc Namara, A., Murro, P., & O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43, 122-138.
- Memon, P. A., Md-Rus, R., & Ghazali, Z. B. (2020). Adjustment speed towards target capital structure and its determinants. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-19.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113–130. doi:10.1023/A: 1008010724051.
- Migliori, S., Maturo, F., & Paolone, F. (2018). Capital structure determinants in family firms: an empirical analysis in context of crisis. *International Business Research*, 11(4), 65.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261–275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03243.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1812042>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). The Proposition of the Capital Structure Theory. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 262–295.
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure—An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150-161.
- Musah, Mohammed, & Yusheng Kong. (2019). The relationship between capital structure and the financial performance of non-financial firms listed on the Ghana Stock Exchange (GSE). *International Journal of Research in Social Sciences* 9: 92–123.
- Mustafa, M.S. & Osama, S.H. (2013). Capital Structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholding firms listed in the Amman Stock Market. *European Scientific Journal*, 8(22), pp. 1857 – 7881.

- Nasimi, A. & Nasimi, R., (2018). "Effect of Capital Structure on Firms' Profitability: An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX)". *Research Journal of Finance and Accounting*. 9(11).
- Nenu E., Vintilaand G., Gherghina S., (2018). "The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies". *International Journal of Financial Studies*. 6(2), 41; <https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Nguyen, T., & Nguyen, H. (2020). Capital structure and firm performance of non-financial listed companies: Cross-sector empirical evidences from Vietnam. *Accounting*, 6(2), 137-150.
- Nguyen, V. (2020). Human capital, capital structure choice and firm profitability in developing countries: An empirical study in Vietnam. *Accounting*, 6(2), 127-136.
- Noulas, A., & Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: Evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), 379–387 doi:10.1080/09603107.2010.532108.
- Öhman, P., and Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- Ozcan, A. (2001), 'Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, pp. 175–9.
- P. Hutchinson & N. Michaelas (2000), 'Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure', *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7, pp. 297–312.
- Palacin-Sanchez, M.-J., Ramirez-Herera, L., & Di Pietro, P. (2013). Capital structure of SME in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503–519. doi:10.1007/s11187012-9439-7.
- Pandey, I. M. (2001), 'Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market', IIMA Working Paper, No 2001-10-04, SSRN.
- Panno, A. (2003) An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience, *Applied Financial Economics*, 13, 97–112.
- Pettit, R. & R. Singer, (1985). 'Small Business Finance: A Research Agenda', *Financial Management* 14(3), 47–60.
- Prasad, D., G.D. Bruton and A.G. Merikas (1996), "An Empirical Study of the Capital Structure of Industries in the European Community", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 6, pp. 125–40.
- Proença, P., Laureano, R., & Laureano, L. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Social Behavioral Sciences*, 150, 182-191.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. doi:10.1007/s11187-0089103-4
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure: Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. doi:10.1111/j. 1540-6261.1995.tb05184.x
- Rao, P., Kumar, S., & Madhavan, V. (2019). A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. *IIMB Management Review*, 31(1), 37-50.

- Rashid, Kashif, & Sardar Islam. (2009). Capital structure and firm performance in the developed financial market. *Corporate Ownership and Control* 7: 189–201
- Salawu, R. O. (2007), 'An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria', *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 16–28
- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). The determinants of capital structure of large non-financial listed firms in Nigeria. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(2), 75–84.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.
- Sánchez-Vidal J. & J. F. Martín-Ugedo (2005). "Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory", in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 341–355.
- Saona, P., & San Martín, P. (2018). Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors. *Review of Managerial Science*, 12(1), 65–112.
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decisions? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(3), 485–502.
- Sargan, J.D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 393–415.
- Schiantarelli, F., & A. Sembenelli, (1999), *The Maturity Structure of Debt: Determinants and Effects on Firms' Performance? Evidence from the United Kingdom and Italy*, Policy Research Working Paper Series, The World Bank.
- Scott, J. (1976) A theory of optimal capital structure, *The Bell Journal of Economics*, 34, 33–54.
- Scott, J. (1977). Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure, *Journal of Finance* 32, 1- 19.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2012). Is age a determinant of smes' financing decisions? Empirical evidence using panel data models. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(4), 1-28.
- 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.
- Shan, A. & Khan, S. (2007). Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Panel Data *International Review of Business Research Papers*, 3(4), pp. 265–282.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244. doi:10.1016/S0304-405X(98)00051-8.
- Singh, A. & J. Hamid (1992), 'Corporate Financial Structures in Developing Countries', International Finance Corporation Technical Paper, No. 1, Washington DC
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447–457. doi:10.1007/s11187-004-6486-8.

- 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
- Stiglitz, J. E. (1969). The Effects of the Financial System on the Real Economy. *Journal of Political Economy*, 77(3), 333–351. <https://www.jstor.org/stable/1823103>
- Sutanuka Sh., Rakshit D, (2021). "Determinants of Target Capital Structure and Adjustment Speed: Evidence from India," *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(2), pp. 160 - 169, DOI: 10.13189/ujaf.2021.090203
- Tian, G. G. & R. Zeitun (2007), ‘Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan’, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 1, No. 4, pp. 40–61.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1–21. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.
- Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M., & Hashmi, S. H. (2020). The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan. *Heliyon*, 6(8), e04741
- Van der Wijst, N., & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5(1), 55–65. doi:10.1007/BF01539318.
- Van Dijk, R. (1997). Corporate finance and equity investment: Panel data analyses. PhD. dissertation, Tinbergen Institute.
- Vasiliou, et al. (2008) Testing the pecking order theory: The importance of methodology. ResearchGate. Retrieved from: <https://doi.org/10.1108/17554170910975900>.
- Venanzi D. (2005). “Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un’analisi del campione Mediobanca-Unioncamere”, in *Argomenti*, 13
- Venanzi D. (2010). “Il puzzle della struttura finanziaria”, Pearson Italia – Milano, Torino.
- Vermoesen, V., Deloof, M., & Laveren, E. (2013). Long-term debt maturity and financing constraints of SMEs during the lobar financial crisis. *Small Business Economics*, 41(2), 433–448. doi:10.1007/s11187-012-9435-y.
- Viviani, J. L. (2008). Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), 171-194.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Vu, T. M. T., Tran, C. Q., Doan, D. T., & Le, T. N. (2020). Determinants of capital structure: The Case in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(9), 159-168.
- Wald, J. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187. doi:10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x.
- Wang, F. & Wu, N. (2014). Empirical research on the influence of capital structure on profitability based on data from the pharmaceutical industry. *International Conference on Management Science & Engineering, 21th Annual Conference Proceedings. IEEE. Applied Science and Technology*, vol. 8, no. 6, pp. 4884–4902. IEEE. <https://doi.org/10.55214/25768484.v8i6.3052>

- Watson, R., & Wilson, N. (2002). Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implications of a pecking order. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, 557–578. <http://dx.doi.org/10.1111/jbfa.2002.29.issue-3&4>.
- Wen, Y., Rwegasira, K., and Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75–83. doi:10.1111/1467-8683.00271.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.
- Wong, A., Holmes, S., & Schaper, M. T. (2018). How do small business owners actually make their financial decisions? Understanding SME financial behaviour using a case-based approach. *Small Enterprise Research*, 25(1), 36-51
- Wooldridge, J. (2010), *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). Cambridge, MA: The MIT Press
- Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Cengage Learning.
- Xhori, E. (2024). Capital structure decisions: Empirical evidence from Albanian non-financial companies. *Edelweiss Applied Science and Technology*, vol. 8, no. 6, pp. 4884–4902.. <https://doi.org/10.55214/25768484.v8i6.3052>
- Xhori, E. (2025). Determinants of capital structure: The case of Albanian different size firms in panel data analysis. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 13(1), pp 45-60. <https://ijecm.co.uk/>
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 102-118.
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 51, 198-219.
- Yolanda, K., & Soekarno, S. (2012). Capital structure determinants of Indonesian plantation firms: Empirical study on Indonesian Stock Exchange. In *2nd International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences* (pp. 61-65)
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *Quarterly Review of Economics and finance* 65, 1–24. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.06.005>.
- Zhang, R., & Kanazaki, Y. (2008). Testing the pecking order: Evidence from Japanese firms [Working paper]. *Pacific-Basin Finance, Economics, Accounting, and Management Conference*. http://www.pbfeam2008.bus.qut.edu.au/papers/documents/RongrongZhang_Final.pdf

Faqe interneti:

- Banka e Shqipërisë. (aksesuar 2023). Kursi zyrtar i këmbimit.
https://www.bankofalbania.org/Tregjet/Kursi_zyrtar_i_kembimit/
- Banka e Shqipërisë. (aksesuar 2023). Sistemi raportues statistikor.
https://www.bankofalbania.org/Statistikat/Sistemi_Raportues_Statistikor/
- EBSCOhost. (aksesuar 2022). Read articles online. <https://login.ebsco.com/account/read-online>
- EViews. (aksesuar 2023). EViews 12 – Univariate Analysis.
<https://www.eviews.com/EViews12/EViews12Univ/evuniv12.html>

EViews. (aksesuar 2023). EViews 12 – User’s Guide I.
<https://cdn1.eviews.com/EViews%2012%20Users%20Guide%20I.pdf>

EViews. (aksesuar 2022). Learning resources. <https://www.eviews.com/Learning/index.html>

INSTAT. (2024). Raporti vjetor 2023 [PDF]. Instituti i Statistikave.
<https://www.instat.gov.al/media/13726/raporti-vjetor-2023.pdf>

INSTAT. (aksesuar 2024). Regjistrat e biznesit 2023. Instituti i Statistikave.
<https://www.instat.gov.al/al/temat/industria-tregtia-dhe-sherbimet/regjistrat-e-biznesit/publikimet/2024/regjistrat-e-biznesit-2023/>

INSTAT. (aksesuar 2024). Rezultatet finale të anketës strukturore të firmave 2022. Instituti i Statistikave.
<https://www.instat.gov.al/al/temat/industria-tregtia-dhe-sherbimet/statistikat-strukturore-te-firmave-ekonomike/publikimet/2024/rezultatet-finale-te-anketes-strukturore-te-firmave-2022/>

INSTAT. (aksesuar 2025). Rezultatet finale të anketës strukturore të firmave 2023. Instituti i Statistikave.
<https://www.instat.gov.al/al/temat/industria-tregtia-dhe-sherbimet/statistikat-strukturore-te-firmave-ekonomike/publikimet/2025/rezultatet-finale-te-anketes-strukturore-te-firmave-2023/ekonomike/publikimet/2025/rezultatet-finale-te-anketes-strukturore-te-firmave-2023/>

INSTAT. (aksesuar 2022). Publikime sipas temave. Instituti i Statistikave.
<https://www.instat.gov.al/al/publikime/publikime-sipas-temave/>

JSTOR. (aksesuar 2022). Read articles online. <https://www.jstor.org/account/read-online>

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. (aksesuar 2022).

QKB. (aksesuar 2023). Kërko në regjistrin tregtar. Qendra Kombëtare e Biznesit.
<https://qkb.gov.al/kerko/kerko-ne-regjistrin-tregtar/kerko-per-subjekt/>

StataCorp. (aksesuar 2022). Video tutorials. <https://www.stata.com/links/video-tutorials/>

SHTOJCAT

SHTOJCA A. Rishikim empirik i faktorëve që ndikojnë në strukturën e kapitalit

Tabela 3 Disa nga studimet më të fundit të evidencave empirike mbi faktorët e strukturës së kapitalit

Autorët	Vendi i studimit	Firmat, periudha studimit	Metodologjia	Variablat e përdorura	Gjetjet kryesore
Digdownseiso, dhe Amalia, (2025)	Indonezi	Firma të mëdha, 2018-2022	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, likuiditeti, përfitimet tatimore, risku, struktura e pronësisë.	Gjetjet kryesore të studimit sugjerojnë se kapitali i firmave në Indonezi ndikohet nga faktorë si performanca, madhësia e firmës, likuiditeti, mundësitë e rritjes, dhe politikat fiskale, ndërsa kushtet ekonomike dhe politike gjithashtu luajnë një rol të rëndësishëm por jo thelbësor në vendimet financiare.
Cortez, (2025)	Japoni	Firma të listuara, 2014-2024	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, trupëzimi dhe jo trupëzimi aktiveve, politikat e dividendit, shpenzime R&D.	Gjetjet kryesore të studimit sugjerojnë se aktivet jo të trupëzuara si inovacioni dhe pasuritë e pa trupëzuara kanë një ndikim të rritur në strukturën e kapitalit të firmave japoneze, duke i bërë ato të preferojnë më shumë financimin me kapital sesa me borxh, në mënyrë që të mbështesin aktivitetet e kërkimit dhe zhvillimit.
Shugliashvili et al., (2024)	Gjermani	SME 2010-2019	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, përfitimi tatimor jo borxh, spread e normave të interesit, indeksi i pasigurisë së politikës ekonomike.	Studimi tregoi se madhësia e firmës dhe përfitimet tatimore jo-borxh kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit, ndërsa pasiguria ekonomike ka një ndikim negativ.
Qerimi et al., (2024)	Kosovë	SME 2013-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Mosha, madhësia, likuiditeti, performanca, trupezimi, rritja, përfitimor jo borxh, norma tatimore.	Gjetjet tregojnë se sjellja financiare e SME-ve në Kosovë ndikohet jo vetëm nga fondet e gjeneruara brenda firmës, por edhe nga karakteristikat të veçanta të firmave, si likuiditeti, norma efektive e tatimit, përfitimet tatimore jo borxh, madhësia e firmës, struktura e aseteve dhe potenciali për rritje.
Madumere et al., (2023)	Nigeri	Firma të listuara 2013-2022	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, madhësia, trupezimi aktiveve, mundësitë e rritjes, likuiditeti, politika e dividendëve	Studimi tregon se ka një ndikim të rëndësishëm të strukturës së kapitalit në performancën financiare të firmave të listuara, ku firmat me një shkallë më të lartë borxhi kanë tendencë të kenë performancë më të ulët.
Prenaj et al., (2023)	Kosovë	SME 2013-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli	Madhësia, likuiditeti, performanca, trupezimi, rritja,	Rezultatet sugjerojnë se variabla si madhësia, struktura e aseteve, rritja dhe fleksibiliteti financiar ndikojnë në përcaktimin e strukturës së kapitalit, dhe këto gjetje mbështeten nga teoria TOT dhe POT.

			regresionit të shumëfishtë	norma tatimore, fleksibiliteti financiar, rrisht	
Stoiljkovic et al., (2023)	Serbi	Firma te mëdha 2006-2020	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, performanca, trupëzimi, rritja, rrisht	Rezultatet e hulumtimit tregojnë se madhësia, performanca dhe trupëzimi aseteve kanë një efekt të kundërt mbi nivelin e borxhit afatgjatë krahasuar me atë afatshkurtër dhe total.
Gjoni et al., (2022)	Shqiperi	Firma te mëdha 2018-2020	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Borxhi, likuiditeti, performanca	Studimi tregon se performanca financiare e subjekteve në industrinë e ndërtimit në Shqipëri ndikohet ndjeshëm nga faktorë si madhësia e firmës, struktura e kapitalit dhe efikasiteti operacional.
Sutanuka dhe Rakshit (2021)	Indi	Firmat te listuara 1998-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, madhësia, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, likuiditeti, përfitimet tatimore te borxhit, shpejtësia e rregullimit	Studimi tregon se struktura e kapitalit e firmave indiane është e ndikuar në mënyrë statistikisht të rëndësishme nga faktorë si madhësia e firmës, performanca dhe mundësitë e rritjes.
Abdullah, Hariem dhe Tursoy, (2021)	Gjermani	Firmat te listuara 1993-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	performanca e tregut, ROA, norma e rritjes së firmës, madhësia e firmës	Gjetjet tregojnë se faktorët specifikë të firmës që janë të rëndësishme për të shpjeguar strukturën e kapitalit dhe performancën në vendet perëndimore, janë gjithashtu të rëndësishme edhe në Gjermani.
Lussuamo dhe Serrasqueiro, (2021)	Angola	SME 2011-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	madhësia, mosha, trupëzimi i aktivitetit, ROE, ROA, mundësitë e rritjes, likuiditeti, përfitimet tatimore jo borxh.	Rezultatet tregojnë se performanca, mosha, likuiditeti dhe përfitimet tatimore jo borxh janë faktorë përcaktues në vendimet e strukturës së kapitalit të SME-ve në Angola.
Sofah et al., (2021)	Nigeri	Firma te listuara 2000-2019	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	BASH, BAGJ, BT, borxhi total mbi kapitali, ROE, ROA	Rezultatet tregojnë se ka një marrëdhënie pozitive dhe të rëndësishme ndërmjet strukturës së kapitalit dhe performancës financiare të firmave. Firmat që kanë nevojë për fonde për operacione dhe zgjerim duhet të japin prioritet një raporti më të lartë borxhi, ndërsa norma e lartë e interesit është një pengesë për marrjen e borxhit në Nigeri.
Jaworski dhe Czerwona, (2021)	25 vende te BE	SME 2011-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli	Trupëzimi aktiveve, madhësia, ROA, likuiditeti, mundësitë e rritjes, përfitimet tatimore jo borxh	Studimi zbuloi se trupëzimi aktiveve dhe madhësia e firmës kanë një ndikim pozitiv në nivelin e borxhit, ndërsa performanca likuiditeti dhe përfitimet tatimore jo nga borxhi kanë një ndikim negativ. Gjithashtu, rezultatet

			regresionit të shumëfishtë		mbështesin teorinë e kompensimit, duke treguar se firmat energjetike në BE ndjekin një strukturë të synuar të kapitalit.
Shkreta dhe Meka, (2021)	Shqipëri	Firma te mëdha 2019	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca	Firmat e mëdha prodhuese shqiptare që kanë nivel të lartë performancë, kanë raporte më të ulëta të levës financiare. Pra, firmat e mëdha shumë fitimprurëse në përgjithësi do të zgjedhin të financohen me fonde të brendshme dhe jo me fonde të jashtme.
Mujwahuzi dhe Mbogo, (2020)	Africa jugut	SME 2015-2019, Firmat te listuara	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, fitimi për aksion	Studimi tregoi se struktura e kapitalit nuk është një faktor kryesor që përcakton performancën e firmës. Këto gjetje përputhen në përgjithësi me parashikimet e teorisë së rendit të zgjedhjeve për vendimet e strukturës së kapitalit të firmave.
Frank, Goyal, (2020)	SHBA	Firma te listuara 1971-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, madhësia, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, likuiditeti, paqëndrueshmëria e fitimeve, politika e dividendëve, norma taksimit.	Studimi gjen se firmat nuk ndjekin rreptësisht teorine e rendit të zgjedhjeve, pasi shpesh përdorin financim të jashtëm edhe kur kanë fonde të brendshme të disponueshme. Gjithashtu, faktorë si madhësia e firmës, performanca dhe mundësitë e rritjes luajnë një rol të rëndësishëm në strukturën e kapitalit.
Cappa et al., 2020	Itali	Firma te listuara 2012-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Strategjia korporative, ROA, ROE, madhësia, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, rreziku biznesit, likuiditeti	Rezultatet sugjerojnë se faktorë si madhësia e firmës, performance dhe rreziku i biznesit luajnë një rol kyç në përcaktimin e shkallës së borxhit të firmave në përputhje me strategjitë e tyre afatgjata.
Nazarova dhe Budchenko (2020)	Kine, Brazil, Rusi, Indi	Firma te mëdha 2012-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Trupëzimi, performance, rritja, norma tatimore, përfitimi tatimor jo borxh, madhësia	Ky studim tregon se ndikimi negativ i kthimit mbi aktivet (ROA) është rritur ndjeshëm vitet e fundit, si pasojë e uljes së normave të interesit të kredive pas një programi stimulues në shkallë të gjerë që inkurajoi firmat kineze të huazonin më shumë sesa të përdornin fitimet e mbajtura.
Ahmed dhe Bhuya, (2020)	Australi	Firmat te listuara, 2009-2019	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, ROIC, marzhi operativ, borxhi afatgjatë, likuiditeti, trupëzimi aktiveve, përfitimi tatimor jo borxh, madhësia, rritja firmës	Studimi zbulon se borxhi afatgjatë dominon zgjedhjet e borxhit të firmave të sektorit australian të shërbimeve. Megjithatë gjetja është deri diku e ngjashme me tendencat në operacionet e financuara nga borxhi të vëzhguara në firmat në vendet e zhvilluara dhe ato në zhvillim.
Nguyen dhe Nguyen, (2020)	Vietnam	Firma te listuara 2013-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, dhe Fitimet për aksion, madhësia e firmës, shkalla e rritjes, likuiditeti, trupëzimi aktiveve.	Rezultatet tregojnë se struktura e kapitalit të firmave jo financiare vietnameze të listuara është e lidhur negativisht me performancën e tyre.

Moradi dhe Paulet, (2019)	Vendet e G7	SME 1999-2015	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, performanca, rritja firmës, trupëzimi aktiveve, rreziku i biznesit, kostot e agjencisë, krizat financiare,	Studimi tregoi se faktorët si madhësia e firmës, performanca dhe trupëzimi i aktiveve kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit dhe raportin borxh-kapital, ndërsa rritja dhe paqendrueshmeria i të ardhurave kanë lidhje negative.
Deari et al., (2019)	Ukraine	SME 2012-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, përfitimi tatimor jo borxh, trupëzimi aktiveve, kredia neto tregtare, performanca, rritja e PBB-së, inflacioni, norma interesit.	Studimi tregoi se faktorët makroekonomikë si rritja e PBB-së dhe dallimi i normave të interesit ndikojnë ndjeshëm në strukturën e kapitalit të firmave ukrainase. Gjithashtu, madhësia e firmës dhe trupëzimi aktiveve janë faktorë të rëndësishëm që ndihmojnë në rritjen e përdorimit të borxhit.
Bylo dhe Çankaya, (2019)	Kroaci Serbi Maqedoni	Firma te listuara 2012-2017	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, rritja, norma tatimore, përfitimi tatimor joborxh, trupëzimi, performance, rrisht, likuiditeti, variabli Dummy	Studimi tregon se firmat në vendet e Ballkanit Perëndimor kanë tendencë të mbështeten më shumë në borxhin afatshkurtër sesa në atë afatgjatë. Ekziston një ndikim domethënës negativ i likuiditetit, performancës dhe tatimeve si në raportin të borxhit total, ashtu edhe në raportin e borxhit afatshkurtër.
Abdullah dhe Tursoy, (2019)	Gjermani	Firmat te listuara, 1993-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, rritja e të ardhurave, marzhi i fitimit, ROI, madhësia e firmës, rritja e tregut, norma e interesit, inflacioni dhe GDP.	Gjetjet sugjerojnë se një strukturë e ekuilibruar e kapitalit mund të përmirësojë performancën financiare, por efektet ndryshojnë sipas madhësisë dhe sektorit të firmës. Rezultatet tregojnë se nivelet më të larta të borxhit lidhen me një performancë më të ulët, veçanërisht për firmat më të vogla.
Nguyen, dhe Nguyen, (2019)	Vietnam	Firma te listuara 2013-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, fitimi për aksion, madhësia firmës, rritja e firmës, likuiditeti, trupëzimi aktiveve, industritë dhe sektorët	Gjetjet tregojnë se ka një lidhje pozitive ndërmjet strukturës së kapitalit dhe performancës financiare të firmave në Vietnam.
Akingunola, et al., (2019)	Nigeri	Firma te listuara 2012-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	BASH, BAGJ, BT, madhësia firmës, ROE, ROA.	Studimi tregon se borxhi afatshkurtër, borxhi afatgjatë dhe raporti borxhit-kapital kanë një ndikim pozitiv dhe të rëndësishëm në performancën financiare të firmave të listuara në Nigeri.
Doan, (2019)	Vietnam	Firma te listuara 2008-2018	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Raporti borxhit total, borxhi afatgjatë, borxhi afatshkurtër, madhësia e firmës, rritja ekonomike, norma e inflacionit	Rezultatet tregojnë se struktura e kapitalit ka një ndikim negativ në performancën financiare, e cila përfaqësohet nga tre tregues si kthimi mbi kapitalin (ROE), kthimi mbi aktivet totale (ROA) dhe fitimi për aksion (EPS).
D'Amato, (2019)	Itali	SME 2006-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli	Madhësia e firmës, performanca, struktura e aktiveve, rreziku i firmës, mundësitë e rritjes,	Së pari, në përputhje me studimet e mëparshme, rezultatet tregojnë se struktura e kapitalit të NVM-ve bazohet në borxhin afatshkurtër dhe konkretisht për kredinë tregtare. Së dyti, rezultatet tregojnë se teoria e rendit

			regresionit të shumëfishtë	likuiditeti, përfitimet tatimore pa borxh.	te zgjedhjes shpjegon vendimet mbi strukturën e kapitalin të SME-ve më mirë se teoria e kompensimit.
Ponce et al., (2019)	Ekuador	Firma të mëdha 2012-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, përfitimi tatimor jo borxh, trupëzimi, rritja, likuiditeti,	Studimi nxjerr në pah se faktorë të tillë si madhësia e firmës, performanca, trupëzimi aktiveve, mundësitë për rritje dhe likuiditeti luajnë një rol të rëndësishëm në përcaktimin e vendimeve financiare të firmave.
Ghasemi et al., (2018)	Malaysia	Firma të listuara 2005-2016	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, mundësitë e rritjes madhësia, trupëzimi aktiveve, , likuiditeti, rreziku biznesit,	Studimi tregon se firmat me madhësi më të mëdha, aktive fikse dhe mundësi rritjeje kanë tendencë të përdorin më shumë borxh, pasi ato mund të shfrytëzojnë aktivet e tyre si kolateral dhe të kenë mundësi për të financuar zgjerimin. Gjithashtu, performanca dhe likuiditeti kanë ndikim negativ në përdorimin e borxhit,
Migliori et al., (2018)	Itali	SME 2005-2010	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Trupëzimi aktiveve, kostot e agjencisë, likuiditeti, performanca, rritja e të ardhurave, ndikimi i krizës financiare.	Studimi tregoi se likuiditeti, struktura e aktiveve dhe kostot e agjencisë ndikojnë ndjeshëm në përdorimin e borxhit nga firmat familjare, me kostot e agjencisë që kanë një efekt negativ në borxhin afatshkurtër gjatë krizës. Gjithashtu, firma familjare që përjetuan krizën financiare ishin më të prirura të rrisnin përdorimin e kapitalit të brendshëm në vend të borxhit të jashtëm.
Berežnicka, (2018)	11 shtete të BE-së	SME dhe të mëdha, 2000-2014	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, performanca, trupëzimi aktiveve, rreziku i biznesit, rritja e firmës, kursi i këmbimit, inflacioni, norma e interesit.	Studimi tregoi se madhësia e firmës, performanca dhe trupëzimi aktiveve kanë ndikim të rëndësishëm në strukturën e kapitalit të firmave në BE-në, duke pasur ndryshime të dukshme midis vendeve sipas zhvillimit ekonomik..
Martinez, et al., (2018)	Rajone të ndryshme	SME, Një analizë të literaturës ekzistuese	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, likuiditeti, moshë firmës.	Studimi tregon se për firmat (SME), teoria e kompensimit dhe teoria e rendit të zgjedhjes janë të dyja të rëndësishme në formimin e strukturës së kapitalit, ku POT është më e zakonshme në praktikën e financimit të SME-ve.
Sahin, (2018)	Turqi, Brazil, Africa Jugut, India, Indonesia	SME 2004-2013	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Borxhi meparshëm, madhësia, mundësitë e rritjes, mesatarja e borxhit në industri, trupëzimi aktiveve, performanca, rritja e PBB-së, inflacioni.	Këto gjetje sugjerojnë se faktorët makroekonomikë, si rritja ekonomike dhe inflacioni, kanë ndikim të ndryshëm në strukturën e kapitalit në varësi të kontekstit kombëtar dhe kohor. Ndërsa faktorët specifikë të firmës, si madhësia dhe performanca, janë gjithashtu të rëndësishëm për vendosjen e nivelit të borxhit.

Deari dhe Lakshina, (2018)	Maqedoni	Firma te listuara 2011-2015	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Mundësitë e rritjes, performanca, efikasiteti i menaxhimit të aktiveve, efektet e krizës, rreziku financiar, likuiditeti,	Studimi tregoi se mundësitë e rritjes dhe rreziku financiar kanë një ndikim pozitiv në kredinë neto tregtare, ndërsa performanca ka një ndikim negativ.
Le dhe Phan, (2017)	Vietnam	Firmat te listuara 2007-2012	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, madhësia, rreziku firmës, likuiditeti, rritja e firmës.	Studimi tregoi se struktura e kapitalit ka një lidhje negativisht të rëndësishme me performancën e firmës në tregjet në zhvillim, ku borxhi nuk sjell përfitime të mëdha tatimore për shkak të kostove financiare.
Vo, (2017)	Vietnam	SME 2006-2015	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, performanca, trupëzimi aktiveve, rritja, likuiditeti, rreziku biznesit, kostot e agjencisë.	Studimi tregoi se madhësia e firmës, performanca dhe trupëzimi aktiveve kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit dhe strukturën e kapitalit në Vietnam. Gjithashtu, firma më të rrezikshme dhe më me mundësi rritjeje kanë një tendencë të përdorin më shumë borxh për të financuar aktivitetet e tyre.
Kumar, et al., (2017)	Rajone te ndryshme	SME, Një analizë të literaturës ekzistuese 1972-2013	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, likuiditeti, rreziku biznesit, politika e dividendëve.	Studimi konfirmon se faktorët kryesorë që ndikojnë në strukturën e kapitalit përfshijnë performancën, madhësinë e firmës, trupëzimin dhe mundësitë e rritjes, duke mbështetur teoritë TOT dhe POT Gjithashtu, gjetjet tregojnë se ndikimi i këtyre faktorëve ndryshon në varësi të kontekstit institucional dhe rregullator, veçanërisht midis tregjeve të zhvilluara dhe atyre në zhvillim.
Li dhe Stathis, (2017)	Australi	Firma te listuara 2009-2015	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, leva mesatare e industrisë, rritja, raporti treg-vlere kontabël, trupëzimi, shpenzimet kapitale, kreditimi i tatimit mbi investimet	Studimi zbulon se madhësia e firmës, performanca, rreziku dhe mundësitë e rritjes janë faktorët kryesorë që ndikojnë në strukturën e kapitalit. Gjithashtu, ai konfirmon se këto faktorë ndikojnë ndryshe në nivelet e borxhit afatshkurtër dhe afatgjatë. Gjetjen mbështetje të dobët për POT dhe mbështetje në rritje për hipotezat e TOT.
Mc Namara et al., (2017)	Vendet e G20	SME 2005-2011	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Norma tatimore, mosha, trupëzimi, performanca, madhësia, rritja, norma e PBB, inflacioni, obligacionet dhjetëvjeçare të qeverisë, indeksi rregullator i kapitalit, norma e rikuperimit, prona private.	Gjetjet zbulojnë se borxhi i SME-ve është më i lartë në vendet me mjedise më efikase falimentimi për sa i përket rikuperimit të borxhit dhe në vendet me mjedise rregullatorë më pak të rrepta për shkak të kërkesave më të ulëta rregullatorë të kapitalit për bankat.

Sethi dhe Tiwari, (2016)	Indi	Firma te mëdha 2000-2013	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, madhësia firmës, likuiditeti, mosha e firmës, politika e dividendëve,	Studimi tregon se faktorët si performanca, madhësia e firmës dhe mundësitë e rritjes kanë një ndikim të konsiderueshëm në strukturën e kapitalit, ku firmat më të mëdha dhe më fitimprurëse kanë tendencë të përdorin më shumë borxh. Likuiditeti dhe trupëzimi janë gjithashtu faktorë të rëndësishëm.
Arsov dhe Naumoski, (2016)	Kroaci Maqedoni, Serbi, Slloveni	Firma te listuara 2008-2013	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, rritja, përfitimet tatimore jo borxh, rrisku, struktura pronësisë, normat efektive të tatimit	Rezultatet tregojnë se firmat më të mëdha shfaqin nivele më të larta të borxhit, ndërsa firmat më fitimprurëse përdorin më pak financim përmes borxhit. Përqendrimi i pronësisë, rrisku dhe normat efektive të tatimit, nuk rezultuan statistikisht të rëndësishme.
Abata, dhe Migiro, (2016)	Nigeri	SME Firma te listuara 2005-2014,	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, leva, madhësia, taksat, ndryshimi në fitim pas tatimit	Firmat me një qeverisje më të fortë korporative kanë tendencë të kenë një menaxhim më transparent të të ardhurave, duke reduktuar mundësitë për manipulimin e të ardhurave. Përkundrazi, firmat me qeverisje të dobët korporative janë më të prirura të përdorin praktika të menaxhimit të të ardhurave për të arritur objektiva afatshkurtra, të cilat mund të ndikojnë negativisht në besueshmërinë dhe performancën afatgjatë të firmës.
Luçi dhe Lleshaj, (2016)	Shqipëri	Firma te mëdha 2013-2014	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, kosto kapitalit, raporti borxhit, kapitali i aksionerëve.	Gjetjet tregojnë se madhësia e firmës, performanca dhe raporti borxhit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në strukturën e kapitalit të bizneseve të mëdha në Shqipëri.
Adair dhe adaskou, (2015)	France	SME 2002-2010	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Kredi tregtare, performanca, Mundësitë e rritjes, mosha, madhësia.	Studimi tregoi se performanca dhe mundësitë e rritjes mbështesin teorinë POT, duke sugjeruar që firmat preferojnë financimin me borxh përpara lëshimit të aksioneve.
Yazdanfar, (2015)	Suedi	SME 2009–2012	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, marzhi operativ, ROIC, likuiditeti, trupëzimi, përfitimet tatimore jo borxh, madhësia, rritja firmës.	Gjetjet konfirmojnë se raportet e borxhit, në termat e kredisë tregtare, të borxhit afatshkurtër dhe të borxhit afatgjatë, ndikojnë negativisht në performancën e firmës.
Ramadan dhe Ramadan, (2015)	Amman	Firma te listuara 2005-2013	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, fitimet për aksion, madhësia e firmës, likuiditeti, trupëzimi aktiveve, rritja firmës.	Rezultatet treguan se ka një ndikim statistikisht të rëndësishëm të kundërt të strukturës së kapitalit, në performancën e firmave jordanëze, Kjo do të thotë se firmat më të fitimprurëse mbështeten më pak në borxhe për të financuar nevojat e tyre të pasasë, dhe ky rezultat mbështetet nga teoria e POT.

Dasilas dhe Papasyriopoulos, (2015)	Greqi	SME dhe firma te mëdha te listuara 2005-2010	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Mosha, madhësia, trupëzimi, rritja, përfitimi, tatimor pa borxh, bordi, i huaji, drejtuesit te larte.	Gjetjet treguan se faktorët si madhësia, performanca, struktura e aktiveve dhe mundësitë e rritjes janë gjithashtu përcaktues të rëndësishëm të levës. Ndikimi i variablave të qeverisjes së korporatave në strukturën e kapitalit të NVM-ve është më pak i dukshëm krahasuar me firmat e mëdha.
Çekrezi, (2015)	Shqipëri	SME 2008-2011	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, trupëzimi, likuiditeti, madhësia, rreziku i biznesit, fleksibiliteti financiar dhe përfitimi tatimor jo-borxh.	Faktorët si, performanca, likuiditeti, struktura e aktiveve dhe mundësitë e rritjes janë gjithashtu përcaktues të rëndësishëm të levës, ne te cilën paraqitet një marrëdhënie pozitive ndërmjet ROE dhe borxhit.
Wang dhe Wu, (2014)	Shangait, Shenzhen	Firmat te listuara 2007-2011	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Tobin's Q, ROA, ROE, fitimin total.	Lidhja ndërmjet qeverisjes së korporatës dhe vlerës së firmës ishte domethënëse, megjithëse jo të gjitha variablat e qeverisjes së korporatës ishin domethënëse me matjen e vlerës së firmës.
Shala et. al., (2014)	Kosove	Firma te sigurimit 2009-2012	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, mundësitë rritëse, mosha, trupëzimi aktiveve, likuiditeti.	Studimi tregoi se madhësia dhe likuiditeti i firmës kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit, ndërsa rritja dhe mosha e firmës kanë një ndikim negativ.
Chang et. al., (2014)	Kine	Firma te listuara 2007-2011	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, industria, rritja e aktiveve, trupëzimi aktiveve, madhësia e firmës, kontrolli shtetëror.	Krahasuar me provat nga SHBA dhe vendet e tjera, identifikohen tre faktorë të rinj kryesorë dhe vërehen se rëndësia relative e katër faktorëve të përbashkët kryesorë për firmat kineze është e ndryshme.
Turan dhe Hasanaj, (2014)	Shqipëri	Bankat te nivelit te dyte 2007-2012	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, përfitimi tatimor jo borxh, rritja dhe trupëzimi aktiveve	Rezultatet tregojnë se faktorë si madhësia e bankës, performanca dhe rreziku luajnë një rol të rëndësishëm në përcaktimin e strukturës së kapitalit te bankave.
Olokoyo, (2013)	Nigeri	Firmat te listuara 2003-2007	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, ROI, çmimi për aksion ndaj fitimeve për aksion, Tobin's Q, madhësia e firmës.	Leva e firmës u zbulua se kishte një ndikim të rëndësishëm negativ në masën e performancës kontabël të firmës (ROA). Një gjetje interesante është se të gjitha matjet e levës kanë një lidhje pozitive dhe shumë domethënëse me masën e performancës së tregut (Tobin's Q).

Sheikh dhe Wang, (2013)	Pakistan	Firmat te listuara 2004-2009	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	borxhi total ndaj totalit të aktiveve, borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve, borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve, madhësia e firmës, trupëzimi , rritja firmës.	Një marrëdhënie negative midis strukturës së kapitalit dhe Performances tregon se çështjet e agjencisë mund t'i bëjnë firmat të përdorin nivele më të larta se ato të duhura borxhi në strukturën e tyre të kapitalit.
Goyal, (2013)	Indi	SME 2008-2012	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, fitimi për aksion	Gjetjet tregojnë një marrëdhënie pozitive të borxhit afatshkurtër me performancën siç matet nga variablat specifike si ROE, ROA dhe fitimi per aksion.
Deari (2013)	Maqedoni	Firmat te listuara 2004-2010	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, trupëzimi, madhësia, rritja, kursimi tatimor, paqëndrueshmeria, GDP	Firmat kane ndjekur nje strukture te synuar te levës qe është ne përputhje me teorinë TOT. Leva është gjetur se është e lidhur negativisht me performance, trupëzimin e aktiveve, paqëndrueshmërinë dhe pozitivisht me madhësinë.
Çekrezi, (2013)	Shqiperi	SME 2008-2011	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Norma e rritjes së PBB-së, norma e inflacionit , norma e interesit, trupëzimi , likuiditeti, ROA, madhësia, përfitimet tatimore jo borxh.	Gjetjet tregojnë se madhësia e firmës, performanca, likuiditeti, dhe rreziku i biznesit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në zgjedhjet për financimin e firmave, duke vënë në dukje se firmat më të mëdha preferojnë të përdorin më shumë borxhe, ndërsa firmat më të vogla mbështeten në financimin e brendshëm.
Khan, (2012)	Jordani	SME 2003-2009	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia e Firmës, rreziku financiar, industria ose sektori.	Gjetjet tregojnë se struktura e kapitalit ka ndikim të rëndësishëm në performancën e firmave. Përdorimi i borxhit mund të përmirësojë performancën, por gjithashtu mund të rrisë rrezikun financiar.
Domenichelli, (2012)	Itali	SME 1999-2009	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia e firmës, rritja e firmës, ROE, ROA, risku, mbështetja financiare, karakteristikat e tregut të kapitalit, politikat e qeverisë dhe regjimi ligjor.	Kërkimi tregon se teoria e rendit të zgjedhjes është e rëndësishme, por nuk mbështet teorinë e kostove të agjencisë së borxhit dhe teorinë e kompensimit.
Palacin Sanchez, et al., (2012)	Spanje	SME 2004-2007	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, trupëzimi aktiveve, ROE, ROA, mundësitë e rritje, mosha.	Gjetjet e studimit tregojnë se madhësia e firmës, performanca, dhe përqindja e borxhit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në vendimet e financimit të këtyre bizneseve në rajone të ndryshme, ndërsa ndikimi i këtyre faktorëve ndryshon në varësi të karakteristikave lokale.

Noulas dhe Genimakis, (2011)	Greqi	SME Firma te listuara 1998-2006	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, fitimi për aksion, norma interesit, madhësia firmës	Rezultatet dokumentojnë rregullshmëri empirike në lidhje me masa alternative të borxhit që janë në përputhje me teoritë ekzistuese dhe, në veçanti, mbështesin në mënyrë të arsyeshme hipotezën e rendit të zgjedhjes (POT).
La Rocca dhe La Rocca, (2011)	Itali	SME 1996-2005	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Mosha, performanca, madhësia, trupëzimi aktiveve, rritja e firmës, aksesit në tregjet e kapitalit.	Studimi tregoi se firmat e reja dhe ato me rritje të lartë preferojnë financimin me kapital të brendshëm, ndërsa firmat më të mëdha dhe me më shumë aktive fikse kanë tendencë të përdorin borxhin. Gjetjet mbështesin teorinë e POT, duke sugjeruar se zgjedhjet e strukturës financiare varen nga faza e ciklit të jetës së firmës dhe nevoja për financim momentale.
Chen dhe Chen, (2010)	Tajvan	Firmat te listuara 2004-2009	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, rritja, taksa, struktura e asetëve, dividendët, madhësia firmës.	Gjetjet tregojnë se performanca ndikon negativisht në strukturën e kapitalit. Norma e rritjes ndikon pozitivisht në strukturën e kapitalit. Firmat e mëdha duket se përfitojnë nga zbritja tatimore te borxhit.
Margaritis dhe Psillaki, (2010)	France	SME 2002-2005	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Pronësia e menaxhimit, pronësia e aksionerëve të jashtëm, ROE, ROA, rritja e të ardhurave, marzhi i fitimit, ROI, madhësia, rritja, industria ose sektori	Përdorimi i borxhit mund të përmirësojë performancën, por gjithashtu rrit rrezikun financiar, veçanërisht kur borxhi është i lartë. Madhësia e firmës dhe industria janë faktorë të rëndësishëm, pasi firmat më të mëdha kanë mundësi të menaxhojnë borxhin më mirë, ndërsa ato në industri me kapital të lartë mund të kenë një strukturë më të favorshme të kapitalit.
Degryse et al., (2010)	Hollande	SME 2003-2005	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, trupëzimi aktiveve, likuiditeti, ROE, ROA, mundësitë e rritjes, industria,	Studimi tregon se vendimi për strukturën e kapitalit të SME-ve është në përputhje me teorinë POT, ku firmat përdorin fitimet për të ulur borxhin dhe firmat në rritje e rrisin atë.
Bas et. al., (2010)	Argentina, Brazili Kenia, Egjipti Gana, Indi Malajzia, Nigeria Peruja, Afrika e Jugut	SME palistuar a dhe firma te medha te listuara 1997-2006	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Trupëzimi aktiveve, performanca, madhësia, PBB për banorë, Norma e rritjes së PBB-së, inflacioni, norma interesit, norma tatimit.	Gjetjet treguan se trupëzimi aktiveve, performanca dhe madhësia janë të rëndësishëm në vendimet për financim. Firmat e mëdha dhe të listuara kanë më shumë mundësi të kenë akses në financime dhe të përdorin borxh më të lartë dhe maturime më të gjata të borxhit, ndërsa firmat e vogla dhe private janë më të ndjeshme ndaj kushteve makroekonomike, duke i bërë ato më të varura nga kushtet ekonomike të vendit për të siguruar financim.
Vasiliou et al., (2009)	Greqi	Firmat te listuara, 1997-2001	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Struktura e aktiveve, madhësia, performanca, raporti i borxhit të firmës i në kohën t – 1.	Studimi teston teorinë e POT dhe tregon se rezultatet varen ndjeshëm nga metodologjia e përdorur. Gjetjet mbi borxhin e vonuar me një periudhë sugjerojnë se ai luan një rol kyç në përshtatjen e strukturës së kapitalit të firmave. Firmat nuk rregullojnë menjëherë devijimet nga niveli i synuar i borxhit, por ndjekin një proces gradual të përshtatjes, duke mbështetur

					idenë se kostot e transaksionit dhe faktorët e jashtëm ndikojnë në vendimet e financimit.
Vasiliou dhe Daskalakis (2009)	Greqi	Firma te listuara 1/10/2002 deri 31/01/2003	Kreu një sondazh	Karakteristikat institucionale, regjimi ligjor dhe rregullativ, madhësia e firmës, mjedisi ekonomik dhe financiar, përhapja e tregjeve të kapitalit	Gjetjet tregojnë se karakteristikat institucionale kanë një ndikim të rëndësishëm në strukturën e kapitalit, duke ndikuar në përdorimin e borxhit dhe kapitalit të aksionarëve. Në shtetet me institucione më të zhvilluara dhe një mjedis ligjor më të fortë, firmat kanë tendencë të përdorin më shumë kapital të jashtëm dhe të kenë një strukturë më të diversifikuar kapitali.
Psillaki dhe Daskalakis, (2009)	Greqi, France, Itali, Portugali	SME 1997-2002	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, performanca, likuiditeti, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, përfitimet tatimore.	Gjetjet tregojnë se faktorët specifik të firmës si madhësia e firmës, performanca, dhe likuiditeti ndikojnë më shumë në vendimet për strukturën e kapitalit, ndërsa faktorët shtetërorë si ligjet dhe rregulloret fiskale kanë një ndikim më të vogël.
Weill, (2008)	G-7	SME 1998-2008	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, përfitimi, prekmëria, mundësitë e rritjes, taksat, përfitimet tatimore jo-borxh, paqëndrueshmëria, klasifikimi i industrisë	Lidhja midis levës dhe performancës së firmes ndryshon në vende të ndryshme, të cilat synojnë të mbështesin ndikimin edhe të faktorëve institucionale.
Daskalakis dhe Psillaki, (2008)	Greqi, France	SME 1998-2002	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Struktura e aktiveve, madhësia, performanca dhe norma e rritjes.	Rezultatet tregojnë se NVM-të në të dy vendet shfaqin ngjashmëri në zgjedhjet e tyre të strukturës së kapitalit. Struktura e aktiveve dhe performanca kanë një lidhje negative me levën, ndërsa madhësia e firmës lidhet pozitivisht me raportin e borxhit ndaj aktiveve.
Lopez-Gracia dhe Sogorb-Mira, (2008)	Spanje	SME 1995-2004	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Performanca, madhësia, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, likuiditeti, dividendi, mosha.	Gjetjet tregojnë se teoria POT është më e aplikueshme për SME-të, pasi ato preferojnë të financohen fillimisht me burime të brendshme, pastaj me borxh, dhe në fund me kapital të ri aksionar. Megjithatë, teoritë e kompensimit gjithashtu kanë ndikim
Abor, (2007)	Africa e jugut	SME 1998-2003	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, borxhi total ndaj totalit të aktiveve, borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve, borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve, madhësia e firmës, mosha, likuiditeti, trupëzimi, pronësia familjare,	Rezultatet tregojnë se nuk është niveli i levës që përcakton performanca financiare, por më tepër struktura e maturimit të borxhit. Konkretisht, gjetjet tregojnë se borxhi afatshkurtër dhe borxhi afatgjatë kanë një efekt të kundërt në performancën financiare dhe prandaj prirjen të anulohen.

Eriotis et al. (2007)	Greqi	SME Firma te listuara 1997-2001	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia firmës, likuiditeti, rritje e firmës, norma interesit.	Gjetjet se ka një marrëdhënie negative midis raportit të borxhit të firmave dhe rritjes së tyre, raportit të shpejtë dhe raportit të mbulesës së interesit. Madhësia duket se ruan një marrëdhënie pozitive.
Zeitun dhe Tian, (2007)	Jordani	Firma te listuara 1989-2003	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	BASH, mundësitë rritëse, madhësia firmës, rreziku, sektori, qëndrueshmëria politike.	Studimi tregon se struktura e kapitalit ka një ndikim negativ në performancën e firmës, ndërsa borxhi afatshkurtër ka një ndikim pozitiv në performancën e tregut.
Correa et al., (2007)	Brazil	Firma te mëdha 1999-2004	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Trupëzimi aktiveve, ROA, ROE, rreziku biznesit, pronësia e huaj.	Studimi zbuloi se trupëzimi aktiveve dhe performanca kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit nga firmat të mëdha, duke sugjeruar se këto firma preferojnë financimin me borxh për të shfrytëzuar përfitimet e mundshme tatimore.
Margaritis dhe Psillaki, (2007)	Zelanda e re	SME 2004	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Risku biznesit, madhësia, aktivet e paprekshme, indeksi i përqendrimit, aktivet te preکشه, performanca, rritja firmës.	Madhësia e firmës ka një efekt negativ në raportet e ulëta të borxhit dhe pozitiv në raportet e borxhit të mesëm dhe të lartë. Efekti i aktiveve të preکشme dhe performances në levën është pozitiv, ndërsa materialet jo-te preکشme dhe aktivet e tjera janë të lidhura negativisht me levën.
Baldi dhe Zazzara (2006)	Itali	SME 1995-2003	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Mosha, madhësia, eksporti, shpërndarja, krahina jugut, performanca, rreziku, inovacioni, qeveria, rritja, cikli firmës.	SME kanë një profil me rrezik të ulët nuk janë inovativë dhe nuk investojnë në kërkim dhe zhvillim. Duke pasur parasysh dominimin e një modeli biznesi familjar, ata financojnë investimet e tyre nëpërmjet mbajtjes së fitimeve. Mbeshtet teorinë e POT.
Goddard et. al. (2005)	Belgjike, France, Itali, Mbretëri e Bashkuar	SME 1993-2001	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Rritja e aktiveve, ROE, ROA, menaxhimi i riskut, struktura e kapitalit, koncentrimi i tregut, konkurrenca.	Ka dëshmi të një marrëdhënie negative madhësi-performance, por lidhja midis pjesës së tregut dhe performancës është pozitive dhe më e fortë në prodhim sesa në shërbime. Firmat me likuiditet më të lartë priren të jenë më fitimprurëse.
Hall et al. (2004)	Mbretëri e Bashkuar Gjermania Franca Spanja Italia	SME 1990-2000	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, madhësia, mosha.	Gjetjet tregojnë se madhësia e firmës, performanca dhe rreziku i biznesit janë faktorët kryesorë që ndikojnë në zgjedhjet e financimit.

Hovakimian et al., (2004)	SHBA	Firma te listuara 1980-1998	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia, mundësitë e rritjes, trupëzimi aktiveve, likuiditeti, politika e dividendëve, maturimi i borxhit, përfitimet tatimore te borxhit	Studimi tregon se firmat priren të ndjekin një strukturë të kapitalit të synuar që kombinonjë borxhin dhe kapitalin e aksionarëve, dhe faktorë të tillë si performanca, madhësia e firmës dhe mundësitë e rritjes ndikojnë në këtë proces.
Hall et al., (2004)	Vendet e G7	SME, Firma te mëdha 1995	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, trupëzimi aktiveve, madhësia, mosha firmës.	Gjetjet sugjerojnë se firmat më të mëdha përdorin më pak borxh dhe më shumë financim të brendshëm, ndërsa firmat më të vogla kanë tendencë të mbështeten në borxhin për të financuar operacionet e tyre.
Panno, (2003)	Mbretëri e Bashkuar, Itali	Firma te mëdha 1992-1996	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, likuiditeti, rreziku biznesit, politika e dividendëve, mosha firmës	Studimi tregon se firmat në Mbretërinë e Bashkuar ndjekin kryesisht Teorinë e POT, duke preferuar financimin e brendshëm mbi borxhin, ndërsa firmat italiane mbështeten më shumë tek Teoria e TOT, duke përdorur borxhin si mjet optimizimi fiskal.
Sogorb –Mira dhe Lopez Gracia, (2003)	Spanje	SME 1994-1998	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Norma tatimore efektive, përfitimet tatimore pa borxh, rreziku i mospagimit, mundësitë e rritjes, struktura e aktiveve, madhësia e firmës, ROA, likuiditeti, mosha firmës.	Sugjerojnë se të dyja qasjet teorike kontribuojnë në shpjegimin e strukturës së kapitalit në NVM-të. Megjithatë, ndërkohë që gjejmë prova që NVM-të përpiqen të arrijnë një objektiv ose levë optimale, modeli TOT ka më pak mbështetje për pikëpamjen se NVM-të rregullojnë nivelin e tyre të levës ndaj kërkesave të tyre financiare ne krahasim me modelin POT.
Huang and Song, (2002)	Kine	Firma te listuara 2000-2001	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, trupëzimi aktiveve, ROE, ROA, përfitim tatimor jo borxh, mundësitë e rritjes, pjesëmarrja manaxheriale, shtetërore, institucionale, paqendrueshmeria	Studimi zbuloi se madhësia e firmës dhe trupëzimi aktiveve kanë një ndikim pozitiv në nivelin e borxhit, ndërsa performanca, paqendrueshmeria dhe mundësitë e rritjes kanë një ndikim negativ. Gjithashtu, pjesëmarrja shtetërore rezulton të ketë një lidhje pozitive me borxhin, duke sugjeruar se firmat me mbështetje shtetërore kanë akses më të lehtë në financim me hua.
Riportella, dhe Papis, (2001)	Spanje	SME, 1984-2006	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, madhësia, mosha firmës, trupëzimi aktiveve, mundësitë e rritjes, rreziku biznesit, likuiditeti.	Studimi tregon se firmat më të mëdha dhe ato me aktive fikse kanë tendencë të përdorin më shumë borxh, duke e përdorur këtë si një mjet për të mbështetur rritjen e tyre. Gjithashtu, performanca dhe likuiditeti janë negativisht të lidhura me borxhin, pasi firmat e suksesshme dhe ato me likuiditet të lartë preferojnë të financohen më shumë me kapital të brendshëm sesa me borxh.
Ozkan, (2001)	Mbretëri e Bashkuar	SME 1984-1996	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia, mundësitë e rritjes, likuiditeti, performanca, përfitimet tatimore jo borxh	Faktorë si madhësia e firmës dhe asetet e prekshme kanë një ndikim pozitiv në nivelin e borxhit, ndërsa mundësitë e rritjes, likuiditeti, performanca dhe përfitimet tatimore jo borxh ndikojnë negativisht në vendimet e huamarrjes.

Michaelas et al., (1999)	Mbretëri e Bashkuar	SME 1986–1995	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	Madhësia e firmës, rritja e shitjeve, ROA, ROE, likuiditeti, rreziku i biznesit, trupëzimi aktiveve, mosha, norma tatimit.	Gjetën se firmat e vogla dhe të mesme preferojnë financimin me borxh nëse kanë një nivel të lartë të likuiditetit dhe fitimit. Ata gjithashtu zbuluan se faktorët si rreziku i biznesit dhe struktura e kapitalit ndikojnë në mënyrën se si këto firma marrin vendime financiare.
Chittenden et al., (1996)	Mbretëri e Bashkuar	SME 1993-1997	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROA, ROE, trupëzimi aktiveve, madhësia, mosha, mundësitë rritjes, aksesimi në tregjet e kapitalit.	Studimi tregoi se madhësia dhe performanca e firmës kanë një ndikim pozitiv në përdorimin e borxhit, ndërsa trupëzimi aktiveve dhe mosha e firmës janë të lidhura negativisht me borxhin. Gjithashtu, firmat që kane mundësi të aksesojë tregjet e kapitalit kane tendencë të përdorin më shumë financim me borxh për të mbështetur rritjen e saj.
Wijst dhe Thurik (1993)	Hollande	SME 1955-1977	Të dhënat e panelit dhe modeli regresionit të shumëfishtë	ROE, ROA, rreziku biznesit, mundësitë e rritjes, burimet e brendshme financiare.	Gjetën se raportet e borxhit të firmave janë ndikuar kryesisht nga faktorë si shkalla e performancës dhe shkalla e rrezikut të biznesit. Ata gjithashtu zbuluan se firmat me norma më të larta të rritjes dhe më shumë burime të brendshme financiare kane tendence të kenë borxhe më të ulëta.

SHTOJCA B. Analiza krahasimore e treguesve ekonomikë sipas madhësisë së firmave në Shqipëri dhe BE (2021–2022).

Tabela 6. Treguesit kryesorë dhe struktura e tyre sipas madhësisë së firmës viti 2021.

Madhësia e ndërmarrjes	Ndërmarrjet		Të punësuarit		Shitjet neto		Investimet		Vlera e Shtuar	
	nr.	%	nr.	%	mln Lekë	%	mln Lekë	%	mln Lekë	%
Gjithsej	104.031	100.0	519.240	100	2.652.240	100	174.008	100	664.217	100
NVM (1-249 të punësuar)	103.857	99,8	423.570	81,6	2.095.877	79,0	132.904	76,4	505.186	76,1
Mikrondërmarrje	97.022	93,2	191.250	36,9	582.764	22,0	30.723	17,7	151.693	22,9
Nd. Vogla	5.608	5,4	111.318	21,4	810.182	30,5	63.942	36,7	179.338	27,0
Nd. Mesme	1.227	1,2	121.002	23,3	702.931	26,5	38.240	22,0	174.155	26,2
Nd. Mëdha (250+ të punësuar)	174	0,2	95.669	18,4	556.363	21,0	41.104	23,6	159.031	23,9

Burimi: INSTAT (2021)

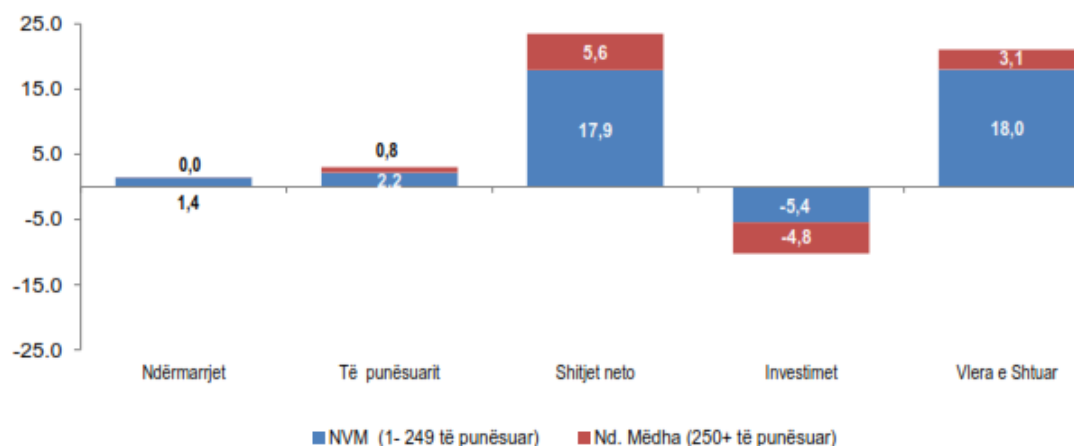


Figura 5. Kontributi i NVM dhe firmave të mëdha në ndryshimin vjetor të treguesve kryesorë, 2021/2020. Burimi: INSTAT (2021)

Tabela 7. Struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri dhe BE, 2021.

Madhësia e ndërmarrjes	Ndërmarrjet (%)		Të punësuarit (%)		Vlera Shtuar (%)	
	Shqipëri	BE *	Shqipëri	BE *	Shqipëri	BE*
Gjithsej	100	100	100	100	100	100
NVM (1-249 të punësuar)	99,8	99,8	81,6	64,4	76,1	51,8
Mikrondërmarrje (1-9 të punësuar)	93,2	93,0	36,9	28,5	22,9	18,3
Nd. Vogla (10-49 të punësuar)	5,4	5,9	21,4	20,0	27,0	16,7
Nd. Mesme (50-249 të punësuar)	1,2	0,9	23,3	15,9	26,2	16,8
Nd. Mëdha (250+ të punësuar)	0,2	0,2	18,4	35,6	23,9	48,2

*27 shtete

Burimi: INSTAT (2021)

Tabela 8. Treguesit kryesorë dhe struktura e tyre sipas madhësisë së firmës, 2022.

Madhësia e ndërmarrjes	Ndërmarrjet		Të punësuarit		Shitjet neto		Investimet		Vlera e Shtuar	
	nr.	%	nr.	%	mln Lekë	%	mln Lekë	%	mln Lekë	%
Gjithsej	113.460	100	547.942	100	3.359.288	100	189.612	100	849.581	100
NVM (1-249 të punësuar)	113.279	99,8	449.631	82,1	2.691.756	80,1	143.388	75,6	666.206	78,4
Mikrondërmarrje (1-9 të punësuar)	106.132	93,5	206.598	37,7	748.740	22,3	31.038	16,4	217.221	25,6
Nd. Vogla (10-49 të punësuar)	5.842	5,1	115.007	21,0	1.017.074	30,3	65.532	34,6	218.460	25,7
Nd. Mesme (50-249 të punësuar)	1.306	1,2	128.026	23,4	925.942	27,5	46.818	24,6	230.526	27,1
Nd. Mëdha (250+ të punësuar)	181	0,2	98.311	17,9	667.531	19,9	46.224	24,4	183.375	21,6

Burimi: INSTAT (2022).

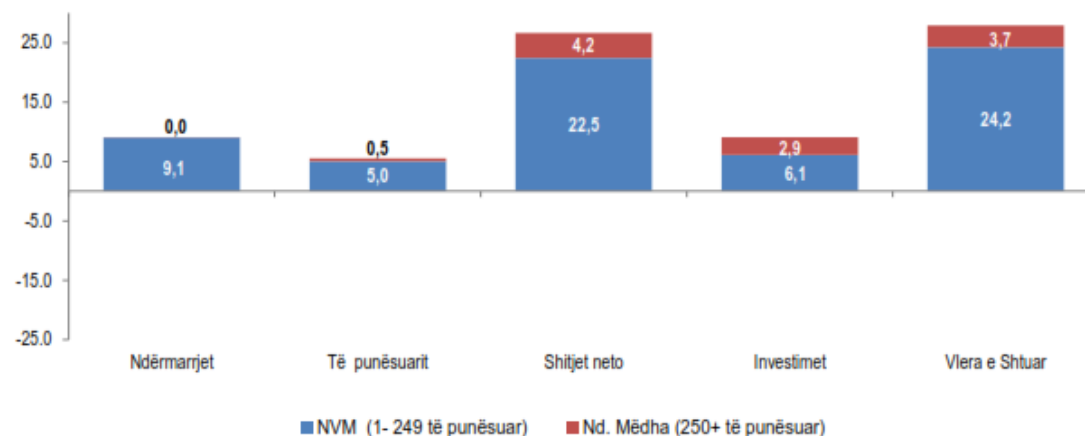


Figura 6. Kontributi i NVM dhe firmave të mëdha në ndryshimin vjetor të treguesve kryesorë, 2022/2021. Burimi: INSTAT (2022).

Tabela 9. Struktura e treguesve kryesorë sipas madhësisë së firmës në Shqipëri dhe BE, 2022.

Madhësia e ndërmarrjes	Ndërmarrjet (%)		Të punësuarit (%)		Vlera Shtuar (%)	
	Shqipëri	BE *	Shqipëri	BE *	Shqipëri	BE*
Gjithsej	100	100	100	100	100	100
NVM (1-249 të punësuar)	99,8	99,8	82,1	64,4	78,4	51,8
Mikrondërmarrje (1-9 të punësuar)	93,5	93,5	37,7	29,4	25,6	18,6
Nd. Vogla (10-49 të punësuar)	5,1	5,5	21,0	19,5	25,7	16,5
Nd. Mesme (50-249 të punësuar)	1,2	0,8	23,4	15,5	27,1	16,7
Nd. Mëdha (250+ të punësuar)	0,2	0,2	17,9	35,6	21,6	48,2

*27 shtete

Burimi: INSTAT (2022).

SHTOJCA C. Përkufizimi i variablave dhe strukturimi i borxhit: qasje teorike dhe empirike.

Tabela 10. Përkufizimi i variablave me matësit për borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër dhe referencat teorike.

Kodi	Variabli i varur	Matësi	Referencat teorike
BT	Borxhi total	Borxhi total / totalit të aktiveve	Ross et. al. (2002), Rajan dhe Zingales (1995), Frank dhe Goyal (2009), (Pandey, 2002), ndër të tjerë.
BAGJ	Borxhi afatgjatë	Borxhi afatgjatë / totalit të aktiveve	Ross et. al. (2002), Rajan dhe Zingales (1995), Frank dhe Goyal (2009), (Pandey, 2002), ndër të tjerë.
BASH	Borxhi afatshkurtër	Borxhi afatshkurtër / totalit të aktiveve	Ross et. al. (2002), Rajan dhe Zingales (1995), Frank dhe Goyal (2009), (Pandey, 2002), ndër të tjerë.

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 11. Përkufizimi i variablave me matësit dhe marrëdhënia e parashikuar për borxhin total, borxhin afatgjatë dhe borxhin afatshkurtër.

Kodi	Variabli i pavarur	Matësi	Marrëdhënia parashikuar për BT-në	Marrëdhënia parashikuar për BAGJ-në	Marrëdhënia parashikuar për BASH-në
ROA	Performanca , Kthimi nga aktivet	EBIT / totalit të aktiveve	Negative	Negative	Negative
ROE	Performanca, Kthimi nga kapitali	EBIT / totalit të kapitalit	Negative	Negative	Negative
TA	Trupëzimi I aktiveve	Aktive fikse / Totali i aktiveve	Pozitive	Pozitive	Negative
LF	Likuiditeti i firmës	Aktive korente / detyrime korente	Negative	Negative	Negative
MF	Madhësia e firmës	Logaritmi natyror i aktiveve	Pozitive	Pozitive	Negative
FF	Fleksibiliteti financiar	Mjete monetare / aktive korente	Negative	Negative	Negative
PTJB	Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo-borxh	Shpenzimet e amortizimit / totali i aktiveve	Negative	Negative	Negative
MRR	Mundësitë e rritjes	Ndryshimi Δ aktive totale / totali i aktiveve	Pozitive	Pozitive	Pozitive
MOF	Mosha e firmës	logaritmi natyror të viteve të jetës së firmës	Negative	Negative	Negative
BT, BAGJ, BASH; (-1)	Borxhi me një periudhe te vonuar	Variabli i varur me një vit vonese	Pozitive	Pozitive	Pozitive

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 12. Përmbledhje e referencave teorike dhe të marrëdhënies se evidencave empirike për variablat e pavarur specifike. Burimi: përpunimet e autorit

Variabli i pavarur	Referencat teorike	Evidencat empirike negative	Evidencat empirike pozitive
Performanca	Myers (1984), Rajan dhe Zingales (1995), Fama dhe French (2012) Mc Namara et. al. (2017), Huang and Song (2000)	Titman dhe Wessels (1988); Daskalakis dhe Psillaki (2006), Paydar and Bardai (2012), Michaelas et al. 1999, Cassar and Holmes, 2003; Sogorb-Mira, 2005, Proença et al., 2014, Van der Wijst and Thurik, 1993, Yazdanfar and Öhman, 2015.	Antoniou et al., (2002); Frank and Goyal (2003); Xu (2012).
Trupëzimi i aktiveve	Myers (1977), Matias dhe Serrasquero (2017), Scott, 1977, Myers and Majluf, 1984, Williamson, 1988, and Harris and Raviv, 1990	Daskalakis dhe Psillaki (2006); Paydar and Bardai (2012), Michaelas et al. (1999), Nazzarova (2020)	Pandey (2002); Dobrex and Fix, (2003); Paydar and Bardai (2012), Hall et al. (2004) and Sogorb-Mira (2005), Hall et al., 2004, Jordan et al., 1998, Yazdanfar and Ödlund, 2010.
Likuiditeti i firmës	Saddour (2006), Proença et. al. (2014). Rao et. al. (2019), Ozkan, 2001	Opler et al. (1999), Moosa et al., (2011), De Jong et al., (2011), Proença et al., 2014, Deesomsak et al., 2004.	Andersen et al. (2002).
Madhësia e firmës	Frank dhe Goyal (2005), Rajan dhe Zingales (1995), Titman dhe Wessels (1988) Rao et.al (2019), Ang,1992	Titman dhe Wessels (1988).	Daskalakis dhe Psillaki (2006), Michaelas et al., 1999; Cassar and Holmes, 2003; Hall et al., 2004, Sogorb-Mira, 2005.
Fleksibiliteti financiar	Hsia (1981), Myers, 1984, Myers dhe Majluf, 1984	Chen dhe Jiang (2001), Mateeva et al., 2013, Myers, (1984).	Hsia (1981).

Përfitimi tatimor nga shpenzimet jo-borxh	Deangelo dhe Masulis (1980), Michaelas et. al. (1999), Rao et. al. (2019)	Gurcharan (2010), Frank and Goyal, 2003, Heshmati, 2002, López Gracia and Sogorb Mira, 2008, Michaelas et al., 1999, Sogorb Mira, 2005.	Bradley et al. (1984), Deangelo dhe Masulis (1980).
Mundësitë e rritjes	Jensen dhe Meckling, 1976, Myers, 1977, dhe Stulz,1990	Gaud et al. (2005) dhe Famá dhe Kayo (1997).	Correa et al., (2010), Michaelas et al., 1999, Dergyese et al., 2010, Forte et al., 2013, Hall et al., 2004, López Gracia and Sogorb Mira, 2008, Mac an Bhaird and Lucey, 2014, Sánchez Vidal and MartínUgedo, 2005.
Mosha e firmës	Matias dhe Serrasquero (2017), Rao et. al. (2019), Domenichelli (2012), Weston dhe Brigham, 1981, Petersen dhe Rajan, 1994, Berger and Udell, 1998, Hall et al., 2004,	Rao et. al. 2018, La Rocca et al., (2011), Serrasqueiro and Nunes, (2012), Hall et al. (2004), Abor (2007, Yazdanfar and Öhman, 2016, Hall et al. 2004.	Brewer et al. 1996, Michaelas et al. 1999.
Borxhi me një periudhe te vonuar	Correa et al., (2010), Flannery, M. J., dhe Rangan, K. P. (2006), Myers, S. C. (1977, DeAngelo, H., dhe Stulz, R. M. (2004), Graham, J. R. (2000), Denis, D. J., dhe Mihov, V. (2003), Hennessy, C. A., dhe Whited, T. M. (2005)	Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009), Korteweg, A. (2010).	Correa et al., (2010), Graham, J. R. (2000), Al-Najjar, B. (2015), Flannery, M. J., dhe Rangan, K. P. (2006), DeAngelo, H., dhe Stulz, R. M. (2004), Denis, D. J., dhe Mihov, V. (2003), Miller, M. H. (1977)

Tabela 13. Tregon mënyrën e organizimit të të dhënave panel për variablat e varur dhe të pavarur, paraqitur sipas kodifikimit të firmave dhe viteve përkatëse.

Firma Kodi	Vitet	BT	BAGJ	BASH	ROA	ROE	TA	LF	MF	RRB	FF	PTJB	MRR	MOF
1	2019													
1	2020													
1	2021													
1	2022													
1	2023													
2	2019													
2	2020													
2	2021													
2	2022													
2	2023													
3	2019													
3	2020													
3	2021													
3	2022													
3	2023													
.	.													
.	.													
.	.													

Burimi: përpunimet e autorit

SHTOJCA D. Aspekte statistikore, tabela, grafikët dhe testet statistikore mbështetëse.

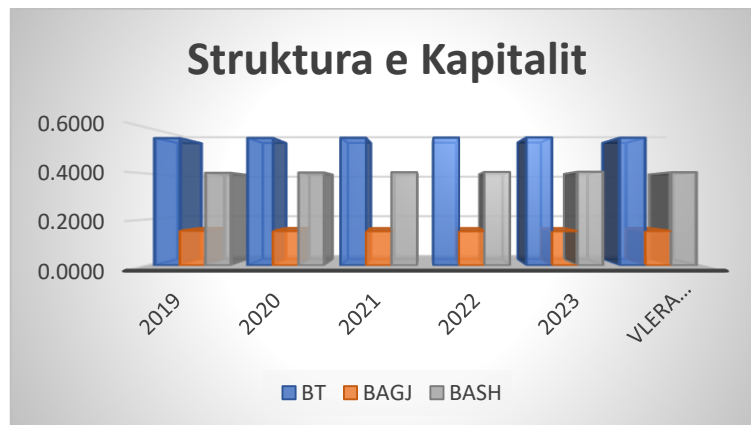


Figura 7. Me kolona tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

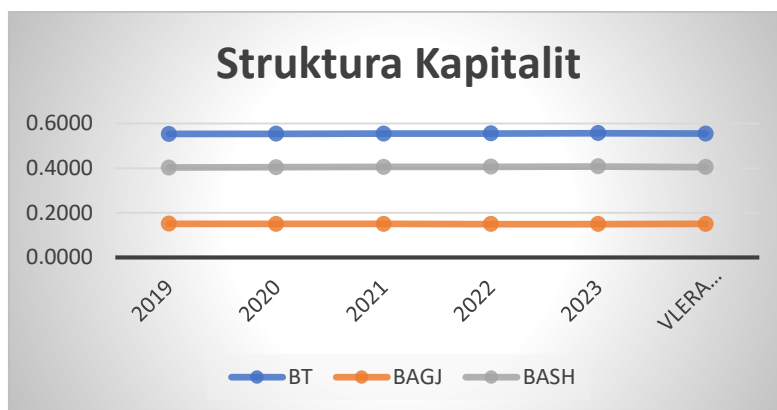


Figura 8. Lineare tregohet sesi ka ndryshuar struktura e kapitalit për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

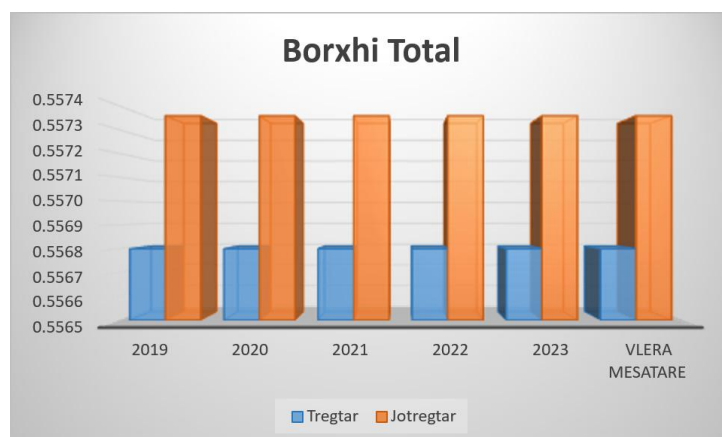


Figura 9. Vlerat mesatare të raportit të borxhit total për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

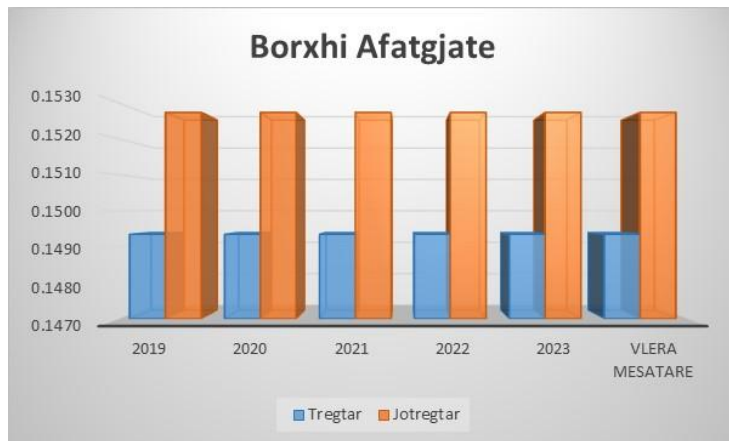


Figura 10. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatgjatë për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

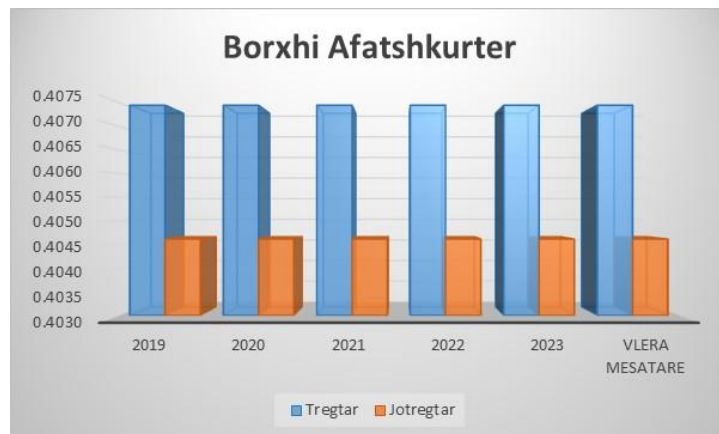


Figura 11. Vlerat mesatare të raportit të borxhit afatshkurtër për firmat tregtare dhe për firmat jo tregtare gjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 19. Raporton statistikat përshkuese për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.⁴¹

Përshkrimi	BT	BAGJ	BASH	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
Mean	0.557357	0.152731	0.404615	0.296745	0.299922	0.130916	0.030588	0.157494	2.779811	21.40989	2.135278	0.209902
Median	0.563524	0.068333	0.363249	0.237528	0.201237	0.073348	0.017033	0.055087	2.890372	21.75555	1.503118	0.080843
Maximum	1.000000	0.974848	0.999745	1.981388	1.582288	0.894874	0.607683	11.71145	3.465736	26.07734	27.08731	17.04394
Minimum	0.005908	0.000000	0.005908	0.000000	-1.083658	-0.221610	0.000000	-0.798518	0.000000	16.08422	0.073533	0.000165

⁴¹ Shënim: BT = Borxhi total ndaj totalit të aktiveve BAGJ = Borxhi afatgjatë ndaj totalit të aktiveve BASH = Borxhi afatshkurtër ndaj totalit të aktiveve; ROA = Kthimi nga aktivet; ROE = Kthimi nga kapitali; TA = Aktivet fikse ndaj totalit të aktiveve; LF = Aktivet korente ndaj detyrimeve korente; MF = Logaritmi natyror i totalit të aktiveve; FF = Mjetet monetare ndaj aktiveve korente; PTJB = Shpenzimet e amortizimit dhe zhvlerësimit ndaj totalit të aktiveve; MRR= Ndryshimi në aktive totale ndaj totalit të aktiveve; MOF= Logaritmi natyror i totalit të viteve të jetës së firmës. Burimi: përpunimet e autorit

Std. Dev.	0.236685	0.209208	0.250831	0.283690	0.327849	0.158826	0.049986	0.747251	0.548661	2.053743	2.716298	0.898080
Skewness	-0.137624	1.764219	0.505266	1.297517	1.062872	1.834250	6.681932	11.11249	-1.319592	-0.420013	5.553864	17.65516
Kurtosis	2.353097	5.819529	2.391493	5.699641	4.691667	6.868261	68.40001	159.7815	5.287885	2.924825	42.74605	330.9907
Jarque-Bera	7.722580	318.7440	21.74153	219.0978	115.3207	444.0833	69621.16	391787.2	190.6204	11.11398	26611.41	1700387.
Probability	0.021041	0.000000	0.000019	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.003860	0.000000	0.000000
Sum	209.0090	57.27412	151.7307	111.2795	112.4708	49.09364	11.47047	59.06008	1042.429	8028.710	800.7291	78.71308
SumSqDev	20.95141	16.36918	23.53072	30.09955	40.19943	9.434376	0.934475	208.8354	112.5849	1577.480	2759.476	301.6491
Observation	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375

Tabela 20. Tregon koeficientët e korrelacionit Pearson për borxhin total BT, duke përdorur 375 vrojtime përgjatë periudhës 2019-2023.⁴²

Variablat	BT	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
BT	1									
TA	0.2058	1								
	0.0001	-----								
ROE	0.0404	-0.35	1							
	0.435	0.0000	-----							
ROA	-0.315	-0.317	0.8000	1						
	0.0000	0.0000	0.0000	-----						
PTJB	-0.13	0.1071	0.1383	0.2126	1					
	0.0117	0.0382	0.0073	0.0000	-----					
MRR	0.1164	-0.088	0.1663	0.0395	-0.029	1				
	0.0242	0.0874	0.0012	0.4455	0.5702	-----				
MOF	-0.144	0.053	-0.188	-0.088	-0.123	-0.288	1			
	0.0052	0.3057	0.0003	0.0878	0.0168	0.0000	-----			
MF	-0.024	0.2537	-0.095	-0.093	-0.086	-0.069	0.3842	1		
	0.6468	0.000	0.066	0.0724	0.0968	0.1843	0.0000	-----		
LF	-0.303	-0.146	0.0572	0.1245	-0.003	-0.027	0.0868	-0.023	1	
	0.0000	0.0045	0.2693	0.0159	0.9477	0.6023	0.0933	0.6569	-----	
FF	-0.193	0.0873	0.0116	0.0505	0.0673	-0.017	-0.052	0.098	0.4396	1
	0.0002	0.0915	0.8227	0.3291	0.1933	0.7379	0.3181	0.0579	0.0000	-----

Tabela 21. Koeficientët e korrelacionit për borxhin afatgjatë BAGJ, duke përdorur vrojtimet për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Variablat	BAGJ	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
BAGJ	1									
TA	0.2734	1								
	0.0045	-----								
ROE	-0.022	-0.35	1							
	0.6752	0.0000	-----							
ROA	-0.177	-0.317	0.8002	1						
	0.0006	0.0000	0.0000	-----						
PTJB	-0.002	0.1071	0.1383	0.2126	1					
	0.973	0.0382	0.0073	0.000	-----					
MRR	0.0223	-0.088	0.1663	0.040	-0.029	1				
	0.667	0.0874	0.0012	0.446	0.570	-----				
MOF	0.076	0.053	-0.188	-0.088	-0.123	-0.288	1			

⁴² Shënim: Ne kufizën e pare janë paraqitur koeficientet ndërsa ne kufizën e dyte probabilitet përkatëse.
Burimi: përpunimet e autorit

	0.1418	0.3057	0.0003	0.088	0.017	0.000	-----			
MF	0.3522	0.2537	-0.095	-0.093	-0.086	-0.069	0.384	1		
	0.0000	0.0000	0.066	0.072	0.097	0.184	0.000	-----		
LF	0.1546	-0.146	0.0572	0.124	-0.003	-0.027	0.087	-0.023	1	
	0.0027	0.0045	0.2693	0.016	0.948	0.602	0.093	0.657	-----	
FF	-0.057	0.0873	0.0116	0.051	0.067	-0.017	-0.052	0.098	0.440	1
	0.2674	0.0915	0.8227	0.329	0.193	0.738	0.318	0.058	0.000	-----

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 22. Koeficientet e korrelacionit për borxhin afatshkurtër BASH, duke përdorur vrojtimitet për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Variablat	BASH	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
BASH	1									
TA	-0.034	1								
	0.5125	-----								
ROE	0.0563	-0.35	1							
	0.2772	0.0000	-----							
ROA	-0.15	-0.317	0.8002	1						
	0.0037	0.0000	0.0000	-----						
PTJB	-0.121	0.1071	0.1383	0.2126	1					
	0.0188	0.0382	0.0073	0.0000	-----					
MRR	0.0912	-0.088	0.1663	0.0395	-0.029	1				
	0.0777	0.0874	0.0012	0.4455	0.5702	-----				
MOF	-0.199	0.053	-0.188	-0.088	-0.123	-0.288	1			
	0.0001	0.3057	0.0003	0.0878	0.0168	0.0000	-----			
MF	-0.316	0.2537	-0.095	-0.093	-0.086	-0.069	0.3842	1		
	0.0000	0.0000	0.066	0.0724	0.0968	0.1843	0.0000	-----		
LF	-0.415	-0.146	0.0572	0.1245	-0.003	-0.027	0.0868	-0.023	1	
	0.0000	0.0045	0.2693	0.0159	0.9477	0.6023	0.0933	0.6569	-----	
FF	-0.134	0.0873	0.0116	0.0505	0.0673	-0.017	-0.052	0.098	0.4396	1
	0.0092	0.0915	0.8227	0.3291	0.1933	0.7379	0.3181	0.0579	0.0000	-----

Burimi: përpunimet e autorit

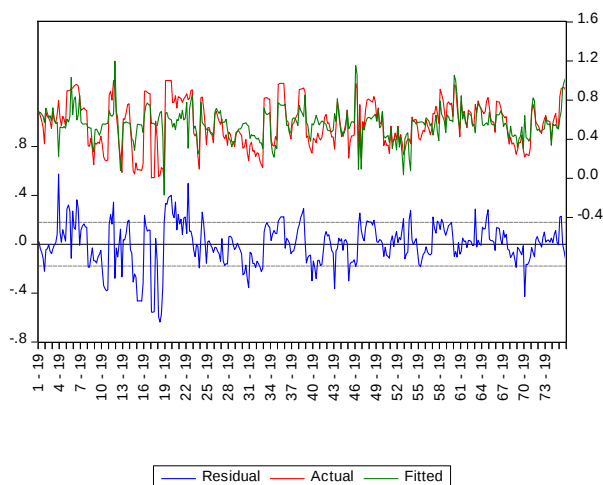


Figura 12. paraqitet histograma e mbetjeve për borxhin total BT.

Burimi: përpunimet e autorit

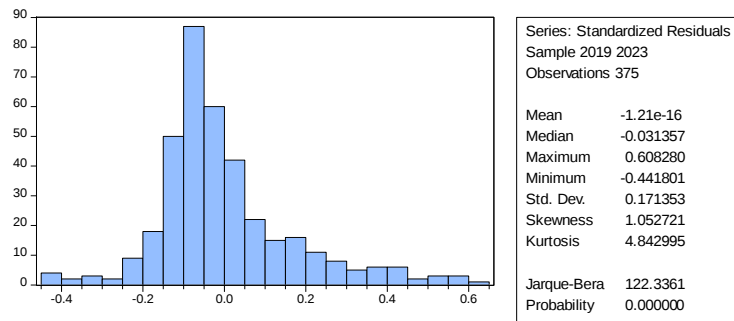


Figura 13. paraqitet histograma e mbetjeve te standardizuara për shpërndarjet normale e modelit linear për borxhin total BT. Burimi: përpunimet e autorit

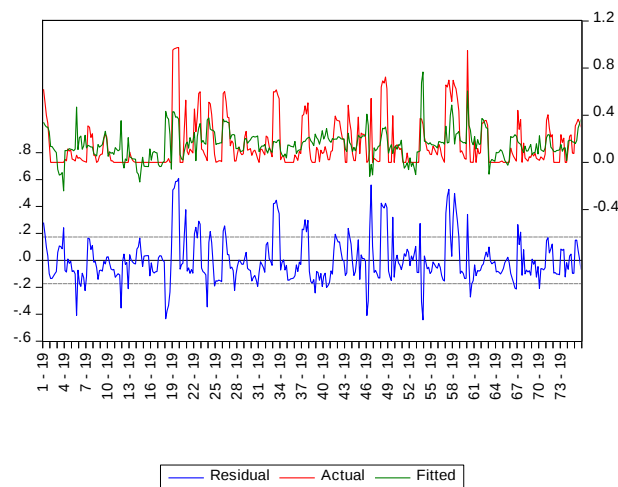


Figura 14. paraqitet histograma e mbetjeve (Mbetjet – aktual – modeli) për borxhin afatgjatë BAGJ. Burimi: përpunimet e autorit

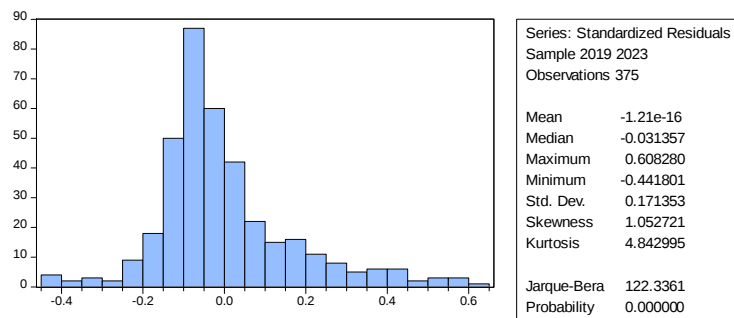


Figura 15. paraqitet histogramat e mbetjeve të standardizuara për shpërndarjet normale të modelit linear për borxhin afatgjatë BAGJ. Burimi: përpunimet e autorit

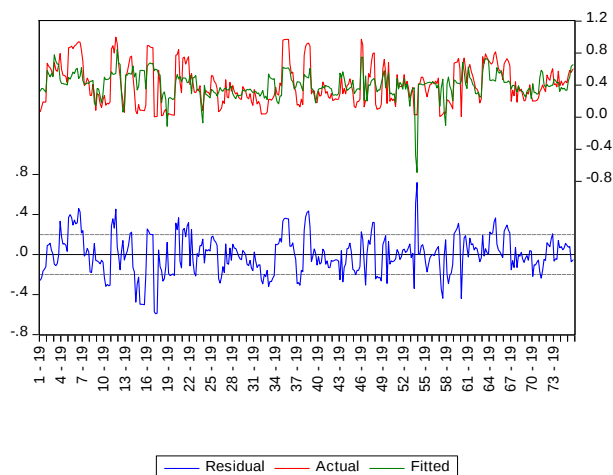


Figura 16. paraqitet histograma e mbetjeve për borxhin afatshkurtër BASH.
Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 23. paraqet statistikën përshkuese për borxhin total për 375 vëzhgime në total.

Pershkrimi	BT	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
Mean	0.5574	0.2967	0.2999	0.1309	0.0306	0.1575	2.7798	21.41	2.1353	0.2099
Median	0.5635	0.2375	0.2012	0.0733	0.017	0.0551	2.8904	21.756	1.5031	0.0808
Maximum	1	1.9814	1.5823	0.8949	0.6077	11.711	3.4657	26.077	27.087	17.044
Minimum	0.0059	0.0000	1.0837	0.2216	0.0000	0.7985	0.0000	16.084	0.0735	0.0002
Std. Dev.	0.2367	0.2837	0.3278	0.1588	0.05	0.7473	0.5487	2.0537	2.7163	0.8981
Skewness	0.1376	1.2975	1.0629	1.8343	6.6819	11.112	1.3196	-0.42	5.5539	17.655
Kurtosis	2.3531	5.6996	4.6917	6.8683	68.4	159.78	5.2879	2.9248	42.746	330.99
JarqueBera	7.7226	219.1	115.32	444.08	69621	391787	190.62	11.114	26611	2E+06
Probability	0.021	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0039	0.0000	0.0000
Sum	209.01	111.28	112.47	49.094	11.47	59.06	1042.4	8028.7	800.73	78.713
Sum SqDev.	20.951	30.1	40.199	9.4344	0.9345	208.84	112.58	1577.5	2759.5	301.65
observation	375	375	375	375	375	375	375	375	375	375

Burimi: përpunimet e autorit

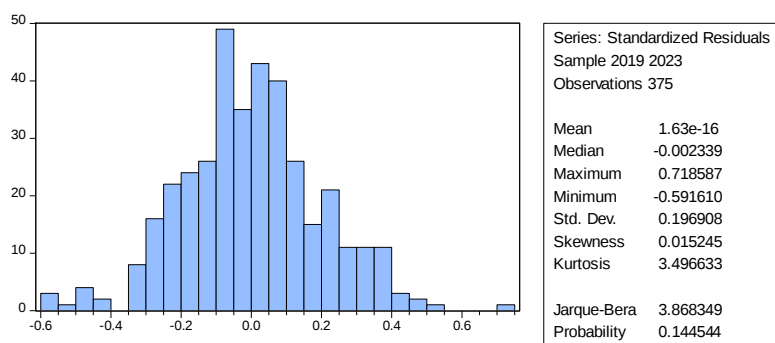


Figura 17. paraqitet histogramat e mbetjeve të standardizuara për shpërndarjet normale të modelit linear për borxhin afatgjatë BASH. Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 24. paraqet faktorin e inflacionit të variancës së (VIF)

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
TA	0.001401	2.761604	1.316879
ROE	0.002471	5.705089	3.102060
ROA	0.010283	5.094156	3.029983
PTJB	0.038176	1.532583	1.114234
MRR	0.000174	1.187445	1.136811
MOF	0.000392	36.84345	1.377923
MF	2.64E-05	143.0663	1.300989
LF	1.55E-05	2.169551	1.339558
FF	0.000141	1.396806	1.324273
C	0.010429	122.1525	NA

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 26. Përmbledhje e testit të autokorrelacionit për vlerat e AC dhe PAC me probabilitetet përkatëse.

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.585	0.585	84.401	0.000
		2	0.280	-0.094	103.82	0.000
		3	0.114	-0.016	107.04	0.000
		4	0.082	0.064	108.71	0.000
		5	0.092	0.041	110.82	0.000
		6	0.116	0.055	114.24	0.000
		7	0.103	0.003	116.93	0.000
		8	0.040	-0.050	117.33	0.000
		9	0.039	0.057	117.72	0.000
		10	0.062	0.036	118.71	0.000

Burimi: përpunimet e autorit

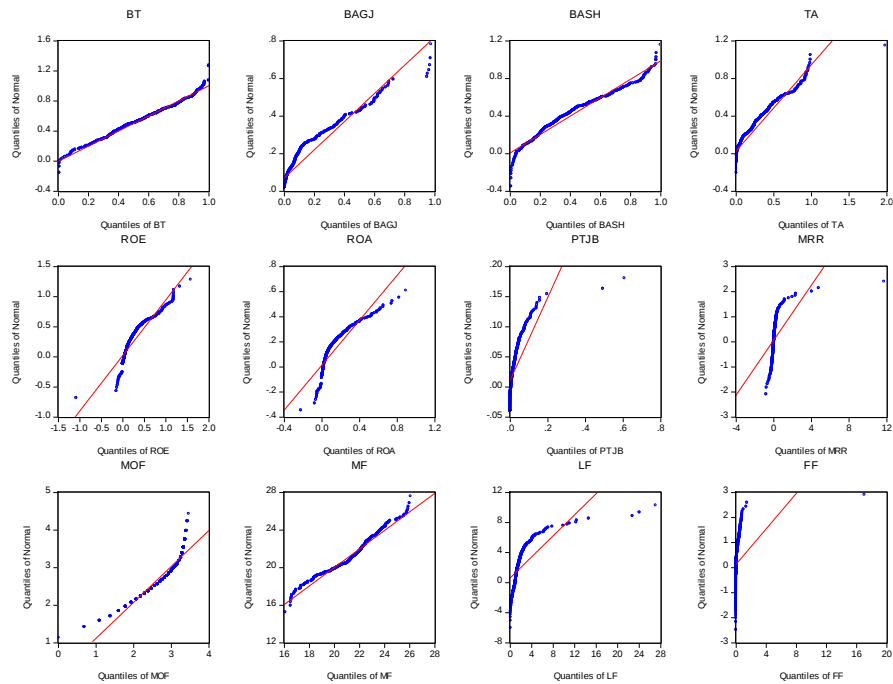


Figura 18. Kuartilet e variablave dhe krahasimi i tyre me shpërndarjen normale.
Burimi: përpunimet e autorit

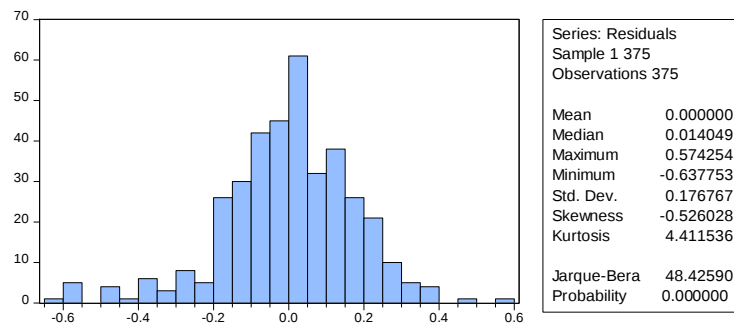


Figura 19. paraqitet grafiku i mbetjeve për 75 firmat. Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 28. Paraqet metodën e 1-rë, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT.

Dependent Variable: BT
Method: Least Squares
Included observations: 374 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.656124	0.047874	13.70527	0.0000
TA	0.060139	0.041977	1.432652	0.1538
ROE	0.244176	0.065726	3.715062	0.0003
ROA	-0.650720	0.132855	-4.897965	0.0000
PTJB	-0.022720	0.174577	-0.130142	0.8966
MRR	0.004087	0.010443	0.391314	0.6961
MF	-0.006223	0.004773	-1.303649	0.1941
LF	-0.024408	0.007706	-3.167637	0.0018
FF	-0.068435	0.048278	-1.417516	0.1582
C	0.367484	0.105851	3.471700	0.0007

R-squared	0.722582	Mean dependent var	0.560018
Adjusted R-squared	0.707808	S.D. dependent var	0.245135
S.E. of regression	0.132507	Akaike info criterion	-1.150116
Sum squared resid	2.967326	Schwarz criterion	-0.972049
Log likelihood	112.9354	Hannan-Quinn criter.	-1.077911
F-statistic	48.90985	Durbin-Watson stat	2.017542
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabela 29. Paraqet metodën 1, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BASH.

Dependent Variable
Method: Least Squares
Included observations: 374 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.678076	0.049720	13.63786	0.0000
TA	-0.062395	0.044513	-1.401711	0.1628
ROE	0.147286	0.066800	2.204897	0.0288
ROA	-0.464089	0.138100	-3.360536	0.0010
PTJB	0.019015	0.188166	0.101054	0.9196
MRR	0.020452	0.011458	1.784910	0.0761
MF	-0.009571	0.005374	-1.781051	0.0767
LF	-0.039101	0.008853	-4.416822	0.0000
FF	-0.050142	0.051300	-0.977432	0.3298
C	0.436399	0.124210	3.513411	0.0006
R-squared	0.712806	Mean dependent var		0.418685
Adjusted R-squared	0.697512	S.D. dependent var		0.259452
S.E. of regression	0.142696	Akaike info criterion		-1.001958
Sum squared resid	3.441196	Schwarz criterion		-0.823892
Log likelihood	99.67523	Hannan-Quinn criter.		-0.929753
F-statistic	46.60591	Durbin-Watson stat		2.027600
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: perpunimet e autorit

Tabela 31. Paraqet metodën e 2-të, eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT.

Dependent Variable: D(BT)
Method: Least Squares
Included observations: 374 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TA)	0.107312	0.031810	3.373488	0.0008
D(ROE)	0.347539	0.035077	9.907777	0.0000
D(ROA)	-0.872636	0.072071	-12.10798	0.0000
D(MRR)	0.009940	0.007195	1.381490	0.1680
D(PTJB)	-0.034778	0.152423	-0.228169	0.8196
D(MOF)	-0.032294	0.019353	-1.668665	0.0960
D(MF)	-0.018122	0.006655	-2.723143	0.0068
D(LF)	-0.015700	0.002812	-5.583972	0.0000
D(FF)	-0.014969	0.006886	-2.173909	0.0304
C	-8.67E-05	0.006856	-0.012647	0.9899
R-squared	0.437335	Mean dependent var		0.000588
Adjusted R-squared	0.423423	S.D. dependent var		0.174592
S.E. of regression	0.132573	Akaike info criterion		-1.177000

Sum squared resid	6.397471	Schwarz criterion	-1.072073
Log likelihood	230.0990	Hannan-Quinn criter.	-1.135339
F-statistic	31.43575	Durbin-Watson stat	2.140784
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabela 32. Paraqet testin Breusch-Godfrey Serial Correlation LM.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.806426	Prob. F(2,374)	0.0617
Obs*R-squared	5.710374	Prob. Chi-Square(2)	0.0575

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 33. Përmbledhje e testit të autokorrelacionit për vlerat e AC dhe PAC me probabilitetet përkatëse sipas metodës 2.

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 0.031	0.031	0.1797	0.672
		2 -0.088	-0.089	1.6163	0.446
		3 -0.166	-0.162	6.7153	0.082
		4 0.057	0.060	7.3129	0.120
		5 -0.098	-0.135	9.1287	0.104
		6 -0.098	-0.114	10.951	0.090
		7 -0.086	-0.088	12.367	0.089
		8 0.080	0.022	13.587	0.093
		9 0.028	-0.018	13.733	0.132
		10 0.004	-0.022	13.737	0.185

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 34. Paraqet Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.873447	Prob. F(9,374)	0.0590
Obs*R-squared	16.23860	Prob. Chi-Square(9)	0.0621
Scaled explained SS	80.82047	Prob. Chi-Square(9)	0.0000

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 35. Paraqet pamjen e grafikëve me pika dhe vlerat AC, PAC, Statistika Q, me probabilitetet përkatëse.

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.141	0.141	3.5958	0.058
		2	0.010	-0.009	3.6158	0.164
		3	-0.114	-0.117	6.0288	0.110
		4	0.009	0.043	6.0430	0.196
		5	-0.121	-0.131	8.7639	0.119
		6	-0.015	0.007	8.8079	0.185
		7	-0.054	-0.047	9.3566	0.228
		8	0.080	0.069	10.581	0.227
		9	0.075	0.064	11.658	0.233
		10	0.060	0.014	12.354	0.262

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 36. Paraqet metodën 3-të për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT nëpërmjet HAC test.

Dependent Variable: BT

Method: Least Squares

Included observations: 375

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 6.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA	0.194761	0.071758	2.714134	0.0070
ROE	0.589636	0.075738	7.785249	0.0000
ROA	-1.283041	0.125854	-10.19470	0.0000
PTJB	-0.431276	0.195082	-2.210742	0.0277
MRR	0.001992	0.007237	0.275232	0.7833
MOF	-0.023307	0.036308	-0.641925	0.5213
MF	-0.007613	0.009943	-0.765691	0.4444
LF	-0.014156	0.006474	-2.186658	0.0294
FF	-0.025838	0.011766	-2.195957	0.0287
C	0.767004	0.208179	3.684353	0.0003
R-squared	0.442224	Mean dependent var		0.557357
Adjusted R-squared	0.428470	S.D. dependent var		0.236685
S.E. of regression	0.178933	Akaike info criterion		-0.577307
Sum squared resid	11.68620	Schwarz criterion		-0.472589
Log likelihood	118.2451	Hannan-Quinn criter.		-0.535733
F-statistic	32.15379	Durbin-Watson stat		0.654992
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		26.79540
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 37. Paraqet metodën 4-të për eliminimin e problemit të heteroskedasticitetit dhe autokorrelacionit për BT nëpërmjet testit Huber White robust standard errors.

Dependent Variable: BT

Method: Least Squares

Sample: 1 375

Included observations: 375

White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA	0.194761	0.044058	4.420602	0.0000
ROE	0.589636	0.060320	9.775118	0.0000
ROA	-1.283041	0.097379	-13.17575	0.0000
PTJB	-0.431276	0.139919	-3.082331	0.0022
MRR	0.001992	0.007064	0.282003	0.7781
MOF	-0.023307	0.023329	-0.999044	0.3184
MF	-0.007613	0.006277	-1.212781	0.2260
LF	-0.014156	0.004949	-2.860702	0.0045
FF	-0.025838	0.012395	-2.084566	0.0378
C	0.767004	0.140463	5.460559	0.0000
R-squared	0.442224	Mean dependent var	0.557357	
Adjusted R-squared	0.428470	S.D. dependent var	0.236685	
S.E. of regression	0.178933	Akaike info criterion	-0.577307	
Sum squared resid	11.68620	Schwarz criterion	-0.472589	
Log likelihood	118.2451	Hannan-Quinn criter.	-0.535733	
F-statistic	32.15379	Durbin-Watson stat	0.654992	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	42.61886	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Supozimet klasike të MLR:

Supozimi i parë i përshtatshmërisë – Lineariteti

Supozimi i parë kërkon linearitetin midis parametrave të panjohur $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ dhe variablit të varur (Y) (Wooldridge, 2019). Më pas, popullata e modelit mund të formulohet si në ekuacionin (16):

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + u \quad (16)$$

Supozimi i dytë i përshtatshmërisë – Përzgjedhja mostrës së rastësishme.

Supozimi i mostrës rastësore përfshin që seti i të dhënave të përmbajë vëzhgime rastësore e shprehur në formë ekuacionale (17) (Wooldridge, 2019).

$$n, \{(x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik}, y_i): i = 1, \dots, n\} \quad (17)$$

Supozimi i tretë i përshtatshmërisë – Multikolineariteti

Mason dhe Perrault (1991) dhe Gujarati (2004, pp. 290–295), argumentojnë se, përveç matricës së korelacionit, duhet gjithashtu të kryhet edhe një test i Faktorit të Inflacionit të Variancës ose ndryshe metoda (VIF), ku një vlerë VIF më e madhe se 10 tregon për një problem serioz të multikolinearitetit.

Supozimi i katërt i përshtatshmërisë – Mesatarja Kondicionale Zero

Supozimi i mesatares kondicionale zero thotë se termi i gabimit (u) duhet të ketë një vlerë të pritur zero, e pavarur nga vlerat e variablave shpjegues (Wooldridge, 2019). E shprehur në ekuacionin (18):

$$E(u|x_1, x_2, \dots, x_k) = 0 \quad (18)$$

Supozimi i pestë i përshtatshmërisë – Heteroskedasticiteti

Supozimi heteroskedasticitetit nënkupton se termi i gabimit (u) duhet të ketë një variancë konstante për të gjitha variablat e pavarur, pavarësisht nga vlerat e variablave (Wooldridge, 2019, pp. 141–145). E shprehur në ekuacionin (19):

$$Var(u|x_1, x_2, \dots, x_k) = \sigma^2 \quad (19)$$

Supozimi i gjashtë i përshtatshmërisë – Normaliteti

Supozimi i mëtejshëm i normalitetit thotë se popullata e termit të gabimit (u) duhet, pavarësisht nga variablat shpjegues ($x_1, x_2, \dots, x_k$), të shpërndahet normalisht me një mesatare-variancë (σ^2) të barabartë me zero (Wooldridge, 2019). E shprehur në ekuacionin (20):

$$u \sim Normal(0, \sigma^2) \quad (20)$$

Supozimi i shtatë i përshtatshmërisë – Autokorrelacioni

Së fundmi, pavarësisht nga vlera e variablave shpjegues, supozimi i autocorrelacionit kërkon që termat e gabimit për periudhat e kohës (s) dhe (t), (us) dhe (ut), të jenë të pa koreluar (Wooldridge, 2019). E shprehur në ekuacionin (21):

$$Corr(u_t, u_s|x_1, x_2, \dots, x_k) = 0 \text{ for all } t \neq s \quad (21)$$

SHTOJCA E. Rezultatet e testimit ekonometrik: zgjedhja e modelit optimal dhe treguesit shpjegues të punimit.

Tabela 38. Regresioni me grumbullim POLS

Dependent Variable: BT

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 375

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA	0.194761	0.037427	5.203772	0.0000
ROE	0.589636	0.049706	11.86257	0.0000
ROA	-1.283041	0.101404	-12.65281	0.0000
PTJB	-0.431276	0.195386	-2.207297	0.0279
MRR	0.001992	0.013202	0.150885	0.8802
MOF	-0.023307	0.019795	-1.177404	0.2398
MF	-0.007613	0.005139	-1.481562	0.1393
LF	-0.014156	0.003942	-3.590789	0.0004
FF	-0.025838	0.011856	-2.179332	0.0299
C	0.767004	0.102123	7.510556	0.0000
R-squared	0.442224	Mean dependent var	0.557357	
Adjusted R-squared	0.428470	S.D. dependent var	0.236685	
S.E. of regression	0.178933	Akaike info criterion	-0.577307	
Sum squared resid	11.68620	Schwarz criterion	-0.472589	
Log likelihood	118.2451	Hannan-Quinn criter.	-0.535733	
F-statistic	32.15379	Durbin-Watson stat	0.428404	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 39. Testi Likelihood ratio

Redundant Fixed Effects Tests

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	21.250747	(74,291)	0.0000
Cross-section Chi-square	696.344293	74	0.0000

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 40. Regresioni me efekte të rastit REM

Dependent Variable: BT

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Total panel (balanced) observations: 375

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TA	0.023200	0.033928	0.683792	0.4945
ROE	0.303644	0.030180	10.06108	0.0000
ROA	-0.884788	0.064133	-13.79619	0.0000
PTJB	-0.054723	0.121377	-0.450856	0.6524
MRR	0.022329	0.006538	3.415156	0.0007
MOF	-0.032095	0.024635	-1.302794	0.1935
MF	0.002516	0.007287	0.345305	0.7301
LF	-0.007944	0.002299	-3.455082	0.0006
FF	0.004268	0.006119	0.697445	0.4860

C	0.624801	0.141394	4.418864	0.0000
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.135101	0.7443	
Idiosyncratic random		0.079189	0.2557	
Eighth Statistics				
R-squared	0.392339	Mean dependent var	0.141327	
Adjusted R-squared	0.377356	S.D. dependent var	0.107722	
S.E. of regression	0.085001	Sum squared resid	2.637197	
F-statistic	26.18488	Durbin-Watson stat	1.002530	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 41. Testi Hausman.

Correlated Random Effects - Hausman Test
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	64.544212	9	0.0000

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 42. Rezultatet e regresionit të Borxhit total BT me efekte fikse FEM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT
Method: Panel Least Squares
Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.296317	0.315484	0.939246	0.3487
BT (-1)	0.414121	0.055262	7.493702	***0.0000
TA	-0.008422	0.036925	-0.228098	0.8198
ROE	0.101399	0.037909	2.674827	***0.0081
ROA	-0.677871	0.070847	-9.568117	***0.0000
PTJB	0.059091	0.121186	0.487609	0.6263
MRR	0.024822	0.006838	3.630041	***0.0004
MOF	-0.060204	0.048675	-1.236861	0.2175
MF	0.012019	0.015894	0.756234	0.4503
LF	-0.005979	0.002341	-2.553744	**0.0113
FF	0.003469	0.005719	0.606635	0.5447
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.941597	Mean dependent var	0.549374	
Adjusted R-squared	0.918779	S.D. dependent var	0.237010	
S.E. of regression	0.067546	Akaike info criterion	-2.318480	
Sum squared resid	0.980942	Schwarz criterion	-1.269075	
Log likelihood	432.7720	Hannan-Quinn criter.	-1.898507	
F-statistic	41.26548	Durbin-Watson stat	2.551787	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 43. Rezultatet e regresionit të Borxhit afatgjatë BAGJ me efekte fikse për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BAGJ

Method: Panel Least Squares
Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.397280	0.364599	-1.089637	0.2771
BAGJ (-1)	0.237558	0.061552	3.859467	***0.0002
TA	0.019255	0.042385	0.454289	0.6501
ROE	0.049466	0.042129	1.174142	0.2416
ROA	-0.271799	0.081629	-3.329704	***0.0010
PTJB	0.049139	0.139221	0.352958	0.7245
MRR	0.017055	0.008447	2.019097	**0.0447
MOF	-0.016862	0.055280	-0.305033	0.7606
MF	0.026383	0.017978	1.467536	0.1437
LF	0.001977	0.002747	0.719728	0.4725
FF	-0.002623	0.006595	-0.397823	0.6912
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.895882	Mean dependent var		0.149834
Adjusted R-squared	0.855203	S.D. dependent var		0.203791
S.E. of regression	0.077547	Akaike info criterion		-2.042340
Sum squared resid	1.292914	Schwarz criterion		-0.992935
Log likelihood	391.3511	Hannan-Quinn criter.		-1.622367
F-statistic	22.02332	Durbin-Watson stat		2.290395
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 44 Rezultatet e regresionit të Borxhit afatshkurtër BASH me efekte fikse për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BASH
Method: Panel Least Squares
Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.714324	0.411380	1.736407	*0.0839
BASH(-1)	0.310336	0.064667	4.798993	***0.0000
TA	-0.029649	0.047487	-0.624366	0.5330
ROE	0.073596	0.047865	1.537588	0.1256
ROA	-0.423469	0.091055	-4.650691	***0.0000
PTJB	0.014824	0.155993	0.095026	0.9244
MRR	0.011493	0.009377	1.225655	0.2217
MOF	-0.055470	0.062675	-0.885038	0.3771
MF	-0.010671	0.020854	-0.511708	0.6094
LF	-0.007612	0.003127	-2.434404	**0.0157
FF	0.006028	0.007472	0.806674	0.4207
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.913180	Mean dependent var		0.399540
Adjusted R-squared	0.879260	S.D. dependent var		0.250040
S.E. of regression	0.086883	Akaike info criterion		-1.814986
Sum squared resid	1.622962	Schwarz criterion		-0.765581
Log likelihood	357.2479	Hannan-Quinn criter.		-1.395012
F-statistic	26.92136	Durbin-Watson stat		2.537157
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 46. Tregon klasifikimin e firmave në katër kategori sipas numrit të të punësuarve dhe të ardhurat vjetore nga shitja.⁴³

Klasifikimi	Numri i të punësuarve	Xhiroja vjetore (të ardhurat nga shitja) në lekë
Mikrofirma	1 deri 9	Jo më e madhe se 10 milionë
Firma e vogël	10 deri në 49	Jo më e madhe se 50 milionë
Firma e mesme	50 deri në 249	Jo më e madhe se 250 milionë
Firma e madhe	Mbi 250	Më e madhe se 250 milionë

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 47. Tregon grupimin e firmave në tre kategori sipas numrit të firmave, përqindje ndaj totalit, numrin e vëzhgimeve për periudhën 2019-2023.

Grupimi	Numri i firmave	Shprehur në Përqindje	Numri i viteve	Numri i vëzhgimeve
Firma e vogël	5	6.66	5	25
Firma e mesme	10	13.33	5	50
Firma e madhe	60	80	5	300
Totali	75	100	5	375

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 48. Raporton statistikat përshkuese për grupin firma e vogël përgjatë periudhës 2019-2023.

Burimi: përpunimet e autorit

	BT	BAGJ	BASH	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
Mean	0.4718	0.0135	0.4583	0.3196	0.1696	0.1053	0.05622	0.2662	2.5699	17.699	2.5377	0.1465
Median	0.5097	0.0000	0.5097	0.3156	0.0721	0.0265	0.00338	0.0308	2.4849	17.622	1.4	0.0195
Maximum	0.895	0.0885	0.895	0.7918	0.6567	0.4046	0.60768	4.0544	3.3673	19.52	12.408	0.8603
Minimum	0.0447	0.0000	0.0447	0.0000	-0.011	-0.001	0.0000	-0.228	1.6094	16.084	0.2371	0.0005
Std. Dev.	0.2995	0.0269	0.3023	0.244	0.1937	0.1342	0.15053	0.8137	0.5724	0.9961	2.6378	0.2627
Skeēness	0.0847	1.9198	0.1597	0.5339	1.2477	1.117	3.0965	4.2602	-0.008	0.3023	2.2755	1.7958
Kurtosis	1.5268	5.1416	1.5357	2.5977	3.2441	2.7023	10.9021	20.402	1.5655	2.0487	8.9224	4.7192
Jarque-Bera	2.2908	20.134	2.3398	1.3564	6.5481	5.291	104.996	391.06	2.1438	1.3235	58.112	16.516
Probability	0.3181	4E-05	0.3104	0.5075	0.0379	0.071	0.0000	0.0000	0.3424	0.516	0.0000	0.0003
Sum	11.796	0.3373	11.458	7.991	4.2399	2.6328	1.40545	6.6549	64.247	442.47	63.443	3.662
Sum sqDev	2.1521	0.0174	2.1935	1.4284	0.9008	0.4325	0.54382	15.892	7.8623	23.812	166.99	1.6566
Observations	25	25	25	25	25	25	25	725	25	25	25	25

Tabela 49. Raporton statistikat përshkuese për grupin firma e mesme përgjatë periudhës 2019-2023.

	BT	BAGJ	BASH	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
--	----	------	------	----	-----	-----	------	-----	-----	----	----	----

⁴³ Burimi: Referuar Ligjit 43/2022 mbi NMVM neni 43 ne RSH.

Mean	0.6089	0.0816	0.5273	0.3571	0.156	0.0622	0.03211	0.1541	2.5687	18.743	1.4972	0.1397
Median	0.6964	0.000	0.5867	0.209	0.1091	0.0251	0.01057	0.0026	2.6736	18.521	1.1957	0.0652
Maximum	0.9714	0.6154	0.9714	0.9366	0.859	0.3389	0.14587	2.3588	3.3322	21.109	7.8568	1.373
Minimum	0.0059	0.000	0.0059	0.000	-1.084	-0.222	0.000	-0.432	1.0986	16.614	0.0735	0.0005
Std. Dev.	0.306	0.19	0.3148	0.3648	0.3088	0.1051	0.043	0.5097	0.5748	1.1774	1.6215	0.2353
Skeëness	-0.753	2.1628	-0.195	0.3671	-0.491	0.7277	1.27743	3.4053	-0.724	0.002	2.5449	3.5629
Kurtosis	2.2758	5.8999	1.6859	1.4783	7.4041	3.8711	3.51028	14.768	2.6338	2.0083	9.7119	17.438
Jarque-Bera	5.8195	56.5	3.9152	5.9474	42.414	5.9941	14.141	385.17	4.6425	2.0488	147.82	540.08
Probability	0.0545	0.000	0.1412	0.0511	0.000	0.0499	0.00085	0.000	0.0982	0.359	0.000	0.000
Sum	30.444	4.0778	26.366	17.855	7.7986	3.11	1.6057	7.7066	128.43	937.16	74.86	6.9827
Sum SqDev	4.587	1.7685	4.8555	6.5216	4.6712	0.5415	0.09061	12.731	16.191	67.933	128.83	2.713
Observations	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 50. Raporton statistikat përshkuese për grupin firma e madhe përgjatë periudhës 2019-2023.

	BT	BAGJ	BASH	TA	ROE	ROA	PTJB	MRR	MOF	MF	LF	FF
Mean	0.5559	0.1762	0.3797	0.2848	0.3348	0.1445	0.0282	0.149	2.8325	22.164	2.2081	0.2269
Median	0.5506	0.0901	0.3494	0.2331	0.2307	0.0843	0.01904	0.0639	2.9444	22.14	1.5775	0.086
Maximum	1	0.9748	0.9997	1.9814	1.5823	0.8949	0.19703	11.711	3.4657	26.077	27.087	17.044
Minimum	0.0072	0.0000	0.0072	0.0000	-0.132	-0.074	0.000	-0.799	0.0000	17.75	0.1274	0.0002
Std. Dev.	0.2156	0.2139	0.2275	0.2707	0.3312	0.1651	0.0307	0.7757	0.5312	1.4346	2.8553	0.9964
Skeëness	0.075	1.6489	0.5961	1.6067	1.2546	1.837	2.05979	11.884	-1.613	0.1687	5.6974	16.118
Kurtosis	2.4543	5.4993	2.7904	7.7258	3.8341	6.5166	8.50492	170.2	6.8548	3.5664	42.535	272.32
Jarque-Bera	4.003	214.02	18.317	408.25	87.393	323.3	590.938	356518	315.84	5.4339	21160	919658
Probability	0.1351	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0661	0.0000	0.0000
Sum	166.77	52.859	113.91	85.434	100.43	43.351	8.45932	44.699	849.75	6649.1	662.43	68.068
Sum SqDev	13.896	13.68	15.47	21.911	32.802	8.1524	0.2818	179.89	84.369	615.38	2437.7	296.85
Observations	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 51. Vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet Firma e vogël, Firma e mesme dhe Firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023.

Grupimi	BT	BAGJ	BASH
Firma e vogël	0.4718	0.0135	0.4583
Firma e mesme	0.6089	0.0816	0.5273
Firma e madhe	0.5559	0.1762	0.3797

Burimi: përpunimet e autorit

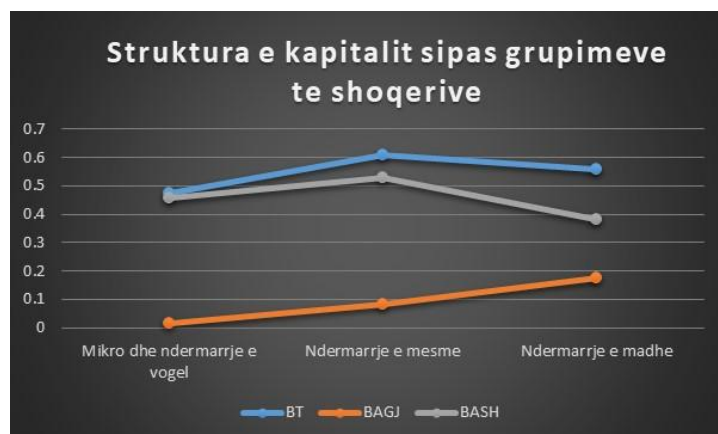


Figura 20. Paraqet vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023 ne forme lineare. Burimi: përpunimet e autorit



Figura 21. paraqet në kolona vlerat mesatare të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël, firma e mesme dhe firma e madhe gjatë periudhës 2019-2023. Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 52. Rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.488387	0.183359	2.663558	0.0447
TA	0.561886	0.302530	1.857291	0.1224
ROE	0.694477	0.396292	1.752436	0.1401
ROA	-1.261380	0.337028	-3.742652	0.0134
PTJB	-0.100936	0.107382	-0.939974	0.3904
MRR	0.196459	0.083583	2.350467	0.0655
MOF	-0.096588	0.158432	-0.609648	0.5687
MF	0.221666	0.090436	2.451092	0.0579
LF	-0.013066	0.008650	-1.510523	0.1913
FF	-0.018159	0.144510	-0.125658	0.9049
C	-3.612916	1.374040	-2.629410	0.0466

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.999140	Mean dependent var	0.438897
Adjusted R-squared	0.996730	S.D. dependent var	0.315045
S.E. of regression	0.018014	Akaike info criterion	-5.081584
Sum squared resid	0.001623	Schwarz criterion	-4.334785
Log likelihood	65.81584	Hannan-Quinn criter.	-4.935801
F-statistic	414.7224	Durbin-Watson stat	2.726712
Prob(F-statistic)	0.000001		

Dependent Variable: BAGJ

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAGJ(-1)	0.585220	0.314693	1.859651	0.1220
TA	0.047590	0.258373	0.184190	0.8611
ROE	0.058949	0.148423	0.397173	0.7076
ROA	-0.001019	0.175937	-0.005789	0.9956
PTJB	0.002025	0.086536	0.023402	0.9822
MRR	-0.032504	0.044903	-0.723868	0.5016
MOF	-0.036576	0.088457	-0.413490	0.6964
MF	0.037165	0.062071	0.598759	0.5754
LF	0.000458	0.007513	0.060947	0.9538
FF	-0.023328	0.140343	-0.166218	0.8745
C	-0.583423	1.189735	-0.490381	0.6446

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.815345	Mean dependent var	0.008499
Adjusted R-squared	0.298312	S.D. dependent var	0.018412
S.E. of regression	0.015423	Akaike info criterion	-5.392225
Sum squared resid	0.001189	Schwarz criterion	-4.645426
Log likelihood	68.92225	Hannan-Quinn criter.	-5.246442
F-statistic	1.576969	Durbin-Watson stat	3.532720
Prob(F-statistic)	0.322737		

Dependent Variable: BASH

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.517450	0.304818	1.697568	0.1503
TA	0.531000	0.459295	1.156120	0.2999
ROE	0.581990	0.661719	0.879512	0.4194
ROA	-1.214158	0.530898	-2.286988	0.0709
PTJB	-0.103044	0.210974	-0.488420	0.6459
MRR	0.243560	0.121534	2.004049	0.1014
MOF	-0.034206	0.234166	-0.146078	0.8896
MF	0.181075	0.170534	1.061810	0.3369
LF	-0.013721	0.018423	-0.744763	0.4899
FF	-0.002915	0.282347	-0.010325	0.9922
C	-3.053694	2.563536	-1.191204	0.2870

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.998005	Mean dependent var	0.430398
Adjusted R-squared	0.992420	S.D. dependent var	0.317098
S.E. of regression	0.027607	Akaike info criterion	-4.227797
Sum squared resid	0.003811	Schwarz criterion	-3.480997
Log likelihood	57.27797	Hannan-Quinn criter.	-4.082014
F-statistic	178.6940	Durbin-Watson stat	2.806269
Prob(F-statistic)	0.000009		

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 53. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e vogël përgjatë periudhës 2019-2023.⁴⁴

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH (-1)	0.488387**	0.585220	0.517450
TA	0.561886	0.047590	0.531000
ROE	0.694477	0.058949	0.581990
ROA	-1.261380**	-0.001019	-1.214158*
PTJB	-0.100936	0.002025	-0.103044
MRR	0.196459*	-0.032504	0.243560
MOF	-0.096588	-0.036576	-0.034206
MF	0.221666*	0.037165	0.181075
LF	-0.013066	0.000458	-0.013721
FF	-0.018159	-0.023328	-0.002915
C	-3.612916**	-0.583423	-3.053694
R ²	0.999140	0.815345	0.998005
R ² i korrektuar	0.996730	0.298312	0.992420
F (10, 20)	414.7224	1.576969	178.6940
P-vlera (F)	0.000001	0.322737	0.000009

Tabela 54. Rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e mesme për përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT
Method: Panel Least Squares
Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.198621	0.236431	0.840079	0.4108
TA	0.361703	0.630400	0.573768	0.5725

⁴⁴ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

ROE	-0.025597	0.250364	-0.102241	0.9196
ROA	-0.589085	0.896186	-0.657325	0.5185
PTJB	0.158145	1.715743	0.092173	0.9275
MRR	0.010515	0.169301	0.062106	0.9511
MOF	0.180679	0.210369	0.858867	0.4006
MF	0.117308	0.251106	0.467165	0.6454
LF	0.007028	0.018158	0.387051	0.7028
FF	0.102389	0.241132	0.424620	0.6756
C	-2.297562	4.563578	-0.503456	0.6201

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.933800	Mean dependent var	0.611066
Adjusted R-squared	0.870911	S.D. dependent var	0.302090
S.E. of regression	0.108538	Akaike info criterion	-1.296584
Sum squared resid	0.235609	Schwarz criterion	-0.452144
Log likelihood	45.93168	Hannan-Quinn criter.	-0.991261
F-statistic	14.84822	Durbin-Watson stat	2.819560
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BAGJ

Method: Panel Least Squares

Periods included: 4

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAGJ(-1)	1.373655	0.294109	4.670571	0.0001
TA	0.044422	0.315638	0.140736	0.8895
ROE	0.077938	0.123201	0.632608	0.5342
ROA	-0.047773	0.448207	-0.106586	0.9162
PTJB	-0.077038	0.874854	-0.088058	0.9307
MRR	-0.033307	0.087370	-0.381216	0.7071
MOF	0.110665	0.107777	1.026799	0.3168
MF	-0.008876	0.134839	-0.065826	0.9482
LF	0.009332	0.009504	0.981873	0.3379
FF	0.023318	0.120252	0.193908	0.8482
C	-0.179337	2.418369	-0.074156	0.9416

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.957421	Mean dependent var	0.082151
Adjusted R-squared	0.916970	S.D. dependent var	0.192866
S.E. of regression	0.055574	Akaike info criterion	-2.635339
Sum squared resid	0.061770	Schwarz criterion	-1.790899
Log likelihood	72.70677	Hannan-Quinn criter.	-2.330016
F-statistic	23.66894	Durbin-Watson stat	1.913526
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BASH

Method: Panel Least Squares

Periods included: 4

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.471268	0.238509	1.975892	0.0621
TA	0.103999	0.786717	0.132194	0.8962
ROE	-0.048474	0.313174	-0.154782	0.8785
ROA	-0.589611	1.131403	-0.521133	0.6080
PTJB	0.074118	2.163409	0.034260	0.9730
MRR	0.008591	0.213878	0.040166	0.9684
MOF	0.094822	0.268374	0.353320	0.7275
MF	-0.078799	0.310912	-0.253446	0.8025
LF	-0.007096	0.023072	-0.307541	0.7616
FF	0.004123	0.301021	0.013698	0.9892
C	1.521811	5.631787	0.270218	0.7898

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.901776	Mean dependent var	0.528915
Adjusted R-squared	0.808463	S.D. dependent var	0.313127
S.E. of regression	0.137040	Akaike info criterion	-0.830240
Sum squared resid	0.375597	Schwarz criterion	0.014200
Log likelihood	36.60479	Hannan-Quinn criter.	-0.524917
F-statistic	9.664015	Durbin-Watson stat	2.711718
Prob(F-statistic)	0.000002		

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 55. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM për të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e mesme përgjatë periudhës 2019-2023.

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH (-1)	0.198621	1.373655****	0.471268*
TA	0.361703	0.044422	0.103999
ROE	-0.025597	0.077938	-0.048474
ROA	-0.589085	-0.047773	-0.589611
PTJB	0.158145	-0.077038	0.074118
MRR	0.010515	-0.033307	0.008591
MOF	0.180679	0.110665	0.094822
MF	0.117308	-0.008876	-0.078799
LF	0.007028	0.009332	-0.007096
FF	0.102389	0.023318	0.004123
C	-2.297562	-0.179337	1.521811
R ²	0.933800	0.957421	0.901776
R ² i korrektuar	0.870911	0.916970	0.808463
F (10, 40)	14.84822	23.66894	9.664015
P-vlera (F)	0.000000	0.000000	0.000002

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 56. Rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e madhe për përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 240

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.371766	0.066102	5.624110	0.0000
TA	-0.018671	0.034467	-0.541704	0.5887
ROE	0.149497	0.040390	3.701338	0.0003
ROA	-0.703425	0.066709	-10.54470	0.0000
PTJB	-0.313910	0.316474	-0.991896	0.3227
MRR	0.017066	0.006567	2.599000	0.0102
MOF	-0.128628	0.052372	-2.456036	0.0151
MF	0.007828	0.015724	0.497857	0.6192
LF	-0.005974	0.002267	-2.634831	0.0092
FF	0.004304	0.005295	0.812874	0.4174
C	0.611272	0.322477	1.895552	0.0597

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.942424	Mean dependent var	0.548298
Adjusted R-squared	0.919055	S.D. dependent var	0.214091
S.E. of regression	0.060910	Akaike info criterion	-2.520331
Sum squared resid	0.630714	Schwarz criterion	-1.505144
Log likelihood	372.4397	Hannan-Quinn criter.	-2.111285
F-statistic	40.32802	Durbin-Eaton stat	2.344076
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BACJ

Method: Panel Least Squares

Date: 09/16/24 Time: 19:01

Sample (adjusted): 2020 2023

Cross-sections included: 60

Periods included: 4

Total panel (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BACJ(-1)	0.200607	0.066581	3.012566	0.0030
TA	0.018814	0.046105	0.408079	0.6837
ROEJ(-1)	0.320627	0.066581	4.812165	0.0000
ROA	0.218814	0.046105	4.769179	0.0000
ROE	0.226728	0.045909	4.937688	0.0000
MRR	0.018097	0.009248	1.935131	0.0579
PTJB	-0.012396	0.045793	-0.187628	0.8598
MRR	0.020038	0.009225	2.167269	0.0335
MOF	0.0012556	0.009154	0.136234	0.8953
MF	0.000089	0.009029	0.009464	0.9934
LF	0.001431	0.009137	0.156683	0.8780
FF	0.001967	0.007157	0.274791	0.7838
C	0.244146	0.031290	0.566083	0.5721

Effects Specification

R-squared	0.889882	Mean dependent var	0.172893
Adjusted R-squared	0.845187	S.D. dependent var	0.207094
R-squared	0.889882	Mean dependent var	0.172893
Adjusted R-squared	0.845187	S.D. dependent var	0.207094
S.E. of regression	0.081484	Akaike info criterion	-1.938330
Sum squared resid	1.128736	Schwarz criterion	-0.923144
Log likelihood	302.5996	Hannan-Quinn criter.	-1.529284
F-statistic	19.91013	Durbin-Eaton stat	2.355850
Prob(F-statistic)	0.000000		

S.E. of regression	0.081484	Akaike info criterion	-1.938330
Sum squared resid	1.128736	Schwarz criterion	-0.923144
Log likelihood	302.5996	Hannan-Quinn criter.	-1.529284
F-statistic	19.91013	Durbin-Watson stat	2.355850
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BASH
Method: Panel Least Squares
Periods included: 4
Cross-sections included: 60
Total panel (balanced) observations: 240

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.123150	0.075423	1.632786	0.1044
TA	-0.039739	0.044277	-0.897511	0.3707
ROE	0.179582	0.049896	3.599167	0.0004
ROA	-0.438520	0.085309	-5.140376	0.0000
PTJB	0.120360	0.403660	0.298173	0.7659
MRR	-0.005021	0.009294	-0.540260	0.5897
MOF	-0.161100	0.068084	-2.366190	0.0191
MF	0.008691	0.021020	0.413488	0.6798
LF	-0.008241	0.003034	-2.715959	0.0073
FF	0.008431	0.006959	1.211539	0.2274
C	0.628579	0.426026	1.475449	0.1419

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.914141	Mean dependent var	0.375406
Adjusted R-squared	0.879292	S.D. dependent var	0.225292
S.E. of regression	0.078273	Akaike info criterion	-2.018730
Sum squared resid	1.041538	Schwarz criterion	-1.003544
Log likelihood	312.2476	Hannan-Quinn criter.	-1.609684
F-statistic	26.23164	Durbin-Watson stat	2.417167
Prob(F-statistic)	0.000000		

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 57. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM për të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma e madhe përgjatë periudhës 2019-2023.⁴⁵

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH (-1)	0.371766***	0.200607**	0.123150
TA	-0.018671	0.018814	-0.039739
ROE	0.149497***	0.024728	0.179582***
ROA	-0.703425***	-0.279807**	-0.438520***
PTJB	-0.313910	-0.206293	0.120360
MRR	0.017066**	0.018023*	-0.005021
MOF	-0.128628**	-0.012556	-0.161100*
MF	0.007828	0.020036	0.008691
LF	-0.005974**	0.001431	-0.008241**
FF	0.004304	-0.001967	0.008431
C	0.611272*	-0.244146	0.628579
R ²	0.942424	0.889882	0.914141
R ² i korrektuar	0.919055	0.845187	0.879292
F (10, 240)	40.32802	19.91013	26.23164
P-vlera (F)	0.000000	0.000000	0.000000

Tabela 59. Rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.165982	0.113898	1.457287	0.1496
TA	-0.007038	0.103487	-0.068007	0.9460
ROE	0.160842	0.056499	2.846812	0.0058
ROA	-0.439072	0.110235	-3.983055	0.0002
PTJB	-0.473318	0.549485	-0.861385	0.3921
MRR	0.011487	0.007443	1.543373	0.1274
MOF	-0.212156	0.086313	-2.457978	0.0165
MF	-0.013641	0.023280	-0.585956	0.5598
LF	-0.016113	0.004214	-3.823896	0.0003
FF	-0.021783	0.063499	-0.343048	0.7326
C	1.386490	0.537342	2.580274	0.0120

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.962804	Mean dependent var	0.554426
Adjusted R-squared	0.943658	S.D. dependent var	0.229791
S.E. of regression	0.054544	Akaike info criterion	-2.712192
Sum squared resid	0.202304	Schwarz criterion	-1.796826

⁴⁵ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

Log likelihood	177.0340	Hannan-Quinn criter.	-2.341350
F-statistic	50.28963	Durbin-Watson stat	2.544613
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BAGJ
Method: Panel Least Squares
Periods included: 4
Cross-sections included: 26
Total panel (balanced) observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAGJ(-1)	-0.088921	0.124586	-0.713737	0.4778
TA	0.193163	0.104217	1.853472	0.0682
ROE	-0.033129	0.049335	-0.671508	0.5042
ROA	-0.007357	0.110613	-0.066508	0.9472
PTJB	-0.544539	0.543840	-1.001285	0.3202
MRR	0.027170	0.011602	2.341742	0.0221
MOF	-0.066595	0.072134	-0.923201	0.3592
MF	-0.038780	0.022868	-1.695789	0.0945
LF	-0.009154	0.004074	-2.247057	0.0279
FF	0.092363	0.062193	1.485111	0.1421
C	1.131427	0.507558	2.229157	0.0291

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.952559	Mean dependent var	0.137959
Adjusted R-squared	0.928141	S.D. dependent var	0.199988
S.E. of regression	0.053610	Akaike info criterion	-2.746740
Sum squared resid	0.195434	Schwarz criterion	-1.831374
Log likelihood	178.8305	Hannan-Quinn criter.	-2.375899
F-statistic	39.01025	Durbin-Watson stat	2.370688
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BASH
Method: Panel Least Squares
Periods included: 4
Cross-sections included: 26
Total panel (balanced) observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.033715	0.128229	0.262925	0.7934
TA	-0.181699	0.146624	-1.239219	0.2195
ROE	0.234942	0.072004	3.262914	0.0017
ROA	-0.456154	0.154839	-2.945997	0.0044
PTJB	-0.000169	0.767198	-0.000220	0.9998
MRR	-0.007813	0.014570	-0.536233	0.5935
MOF	-0.203787	0.111875	-1.821562	0.0729
MF	0.025638	0.032462	0.789783	0.4324
LF	-0.008496	0.005752	-1.476996	0.1443
FF	-0.117571	0.089248	-1.317360	0.1921
C	0.487430	0.726228	0.671181	0.5044

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.937785	Mean dependent var	0.416467
Adjusted R-squared	0.905762	S.D. dependent var	0.247381
S.E. of regression	0.075941	Akaike info criterion	-2.050283
Sum squared resid	0.392163	Schwarz criterion	-1.134917
Log likelihood	142.6147	Hannan-Quinn criter.	-1.679442
F-statistic	29.28511	Durbin-Eaton stat	2.524958
Prob(F-statistic)	0.000000		

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 60. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.⁴⁶

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH(-1)	0.165982	-0.088921	0.033715
TA	-0.007038	0.193163*	-0.181699
ROE	0.160842**	-0.033129	0.234942**
ROA	-0.439072***	-0.007357	-0.456154**
PTJB	-0.473318	-0.544539	-0.000169
MRR	0.011487	0.027170**	-0.007813
MOF	-0.212156**	-0.066595	-0.203787*
MF	-0.013641	-0.038780*	0.025638
LF	-0.016113***	-0.009154**	-0.008496
FF	-0.021783	0.092363	-0.117571
C	1.386490**	1.131427**	0.487430
R ²	0.962804	0.952559	0.937785
R ² i korrigjuar	0.943658	0.928141	0.905762
F (10, 104)	50.28963	39.01025	29.28511
P-vlera (F)	0.000000	0.000000	0.000000

Tabela 61. Rezultatet të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT

Method: Panel Least Squares

Total panel (balanced) observations: 196

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT(-1)	0.457414	0.069426	6.588515	0.0000
TA	-0.011014	0.040569	-0.271479	0.7864
ROE	0.073684	0.053402	1.379805	0.1699
ROA	-0.739440	0.094302	-7.841169	0.0000
PTJB	0.104996	0.129200	0.812662	0.4178
MRR	0.058483	0.015900	3.678162	0.0003
MOF	-0.035542	0.065721	-0.540792	0.5895
MF	0.004811	0.024481	0.196521	0.8445

⁴⁶ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

LF	-0.003614	0.002761	-1.308968	0.1927
FF	0.000528	0.006207	0.085052	0.9323
C	0.352253	0.458370	0.768491	0.4435

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.940163	Mean dependent var	0.546693
Adjusted R-squared	0.914831	S.D. dependent var	0.241291
S.E. of regression	0.070418	Akaike info criterion	-2.224833
Sum squared resid	0.679338	Schwarz criterion	-1.238053
Log likelihood	277.0336	Hannan-Quinn criter.	-1.825337
F-statistic	37.11300	Durbin-Watson stat	2.593238
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BAGJ

Method: Panel Least Squares

Periods included: 4

Cross-sections included: 49

Total panel (balanced) observations: 196

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAGJ(-1)	0.387982	0.080701	4.807634	0.0000
TA	0.007973	0.046946	0.169839	0.8654
ROE	0.072115	0.061380	1.174899	0.2421
ROA	-0.352504	0.109144	-3.229707	0.0016
PTJB	0.051986	0.149961	0.346665	0.7294
MRR	0.072110	0.018389	3.921305	0.0001
MOF	0.032315	0.075685	0.426967	0.6701
MF	0.021701	0.026743	0.811480	0.4185
LF	0.001955	0.003413	0.572737	0.5678
FF	-0.002518	0.007395	-0.340524	0.7340
C	-0.461179	0.512252	-0.900298	0.3695

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.890053	Mean dependent var	0.156136
Adjusted R-squared	0.843506	S.D. dependent var	0.206009
S.E. of regression	0.081496	Akaike info criterion	-1.932620
Sum squared resid	0.909897	Schwarz criterion	-0.945841
Log likelihood	248.3968	Hannan-Quinn criter.	-1.533125
F-statistic	19.12163	Durbin-Watson stat	2.312128
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: BASH

Method: Panel Least Squares

Periods included: 4

Cross-sections included: 49

Total panel (balanced) observations: 196

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH(-1)	0.408272	0.079257	5.151271	0.0000
TA	-0.019664	0.052100	-0.377424	0.7064
ROE	0.005787	0.068453	0.084544	0.9327
ROA	-0.385308	0.121215	-3.178712	0.0018

PTJB	0.056979	0.166197	0.342842	0.7322
MRR	-0.017314	0.019866	-0.871535	0.3850
MOF	-0.072509	0.084376	-0.859350	0.3916
MF	-0.010762	0.030709	-0.350463	0.7265
LF	-0.005313	0.003761	-1.412745	0.1600
FF	0.002791	0.008227	0.339245	0.7349
C	0.723538	0.580252	1.246936	0.2145
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.909219	Mean dependent var	0.390557	
Adjusted R-squared	0.870787	S.D. dependent var	0.251605	
S.E. of regression	0.090443	Akaike info criterion	-1.724293	
Sum squared resid	1.120644	Sch��arz criterion	-0.737513	
Log likelihood	227.9807	Hannan-Quinn criter.	-1.324797	
F-statistic	23.65743	Durbin-Eatson stat	2.533592	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 62. Përmbledhje e rezultateve të regresioneve me efekte fikse FEM të raportit të borxhit total, afatgjatë dhe afatshkurtër për grupimet firma jo - tregtare përgjatë periudhës 2019-2023.⁴⁷

Variablat	Modeli 1	Modeli 2	Modeli 3
E pavarura	BT	BAGJ	BASH
BT, BAGJ, BASH(-1)	0.457414***	0.387982***	0.408272***
TA	-0.011014	0.007973	-0.019664
ROE	0.073684	0.072115	0.005787
ROA	-0.739440***	-0.352504**	-0.385308**
PTJB	0.104996	0.051986	0.056979
MRR	0.058483***	0.072110***	-0.017314
MOF	-0.035542	0.032315	-0.072509
MF	0.004811	0.021701	-0.010762
LF	-0.003614	0.001955	-0.005313
FF	0.000528	-0.002518	0.002791
C	0.352253	-0.461179	0.723538
R ²	0.940163	0.890053	0.909219
R ² i korrigjuar	0.914831	0.843506	0.870787
F (10, 196)	37.11300	19.12163	23.65743
P-vlera (F)	0.000000	0.000000	0.000000

Tabela 64. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit total BT për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BT

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Total panel (balanced) observations: 225

⁴⁷ Shënim: *p<0.1 (10% nivel rëndësie), ** p<0.05 (5% nivel rëndësie), *** p<0.01 (1% nivel rëndësie). Burimi: përpunimet e autorit

White period instrument Weighting matrix
 White period standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Instrument specification: @DYN(BT,-2) TA(-1) ROE(-1) ROA(-1) MRR(-1)
 MF(-1) LF(-1) FF(-1) MOF PTJB. Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BT (-1)	0.471462	0.148548	0.481073	0.6309
TA	-0.046896	0.061911	-0.757473	0.4496
ROE	0.586923	0.247662	2.369856	**0.0187
ROA	-1.530786	0.346835	-4.413583	***0.0000
MRR	0.010561	0.013250	0.797098	0.4263
MF	0.061883	0.041799	1.480500	0.1402
LF	-0.034011	0.008008	-4.247087	***0.0000
FF	-0.007621	0.043738	-0.174237	0.8618
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	-0.021525	S.D. dependent var	0.110718	
S.E. of regression	0.136282	Sum squared resid	4.030268	
J-statistic	8.075431	Instrument rank	15	
Prob(J-statistic)	0.325990			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 66. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit afatgjatë BAGJ për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BAGJ
 Method: Panel Generalized Method of Moments
 Transformation: First Differences
 Total panel (balanced) observations: 225
 White period instrument Weighting matrix
 White period standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Instrument specification: @DYN(BAGJ,-2) TA(-1) ROE(-1) ROA(-1) MRR(-1) MF(-1) LF(-1) FF(-1) MOF PTJB. Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAGJ (-1)	0.535296	0.260050	2.058439	**0.0407
TA	0.080079	0.061487	1.302374	0.1942
ROE	-0.241658	0.180612	-1.337995	0.1823
ROA	-0.234001	0.262681	-0.890816	0.3740
MRR	-0.038131	0.031890	-1.195703	0.2331
MF	0.020339	0.070437	0.288752	0.7730
LF	-0.033152	0.009754	-3.398788	***0.0008
FF	0.041760	0.019177	2.177597	**0.0305
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	-0.007410	S.D. dependent var	0.101075	
S.E. of regression	0.151511	Sum squared resid	4.981366	
J-statistic	6.142778	Instrument rank	15	
Prob(J-statistic)	0.523181			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 67. Rezultatet e regresionit me modelin GMM të Borxhit afatshkurtër për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Dependent Variable: BASH

Method: Panel Generalized Method of Moments

Transformation: First Differences

Total panel (balanced) observations: 225

White period instrument Weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Instrument specification: @DYN(BASH,-2) TA(-1) ROE(-1) ROA(-1) MRR(-1) MF(-1)

LF(-1) FF(-1) MOF PTJB. Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BASH (-1)	0.332050	0.243585	1.363181	0.1742
TA	-0.073559	0.067195	-1.094703	0.2749
ROE	0.404251	0.247717	1.631905	0.1041
ROA	-0.610706	0.315635	-1.934847	*0.0543
MRR	0.004761	0.020857	0.228277	0.8196
MF	-0.017413	0.077503	-0.224674	0.8224
LF	0.004153	0.007792	0.533034	0.5946
FF	-0.027426	0.020473	-1.339630	0.1818
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	-0.014116	S.D. dependent var	0.116545	
S.E. of regression	0.136131	Sum squared resid	4.021372	
J-statistic	6.174525	Instrument rank	15	
Prob(J-statistic)	0.519525			

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 70. Paraqet një përmbledhje të rezultateve të pritura dhe rezultateve të gjetura sipas modelit me efekte fikse FEM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Variabli	Struktura e kapitalit	Rezultati i pritur	Rezultati i gjetur	Teoria ekonomike
ROE	BT	-	***	Teoria kompensimit
	BAGJ	-	+	
	BASH	-	+	
ROA	BT	-	****	Teoria rendit të zgjedhjes
	BAGJ	-	**	
	BASH	-	****	
TA	BT	+	-	Teoria rendit të zgjedhjes
	BAGJ	+	+	
	BASH	-	-	
LF	BT	-	**	Teoria rendit të zgjedhjes
	BAGJ	-	+	
	BASH	-	**	
MF	BT	+	+	Teoria kompensimit
	BAGJ	+	+	
	BASH	-	-	
FF	BT	-	+	Teoria rendit te zgjedhjes dhe Teoria kompensimit
	BAGJ	-	-	
	BASH	-	+	

PTJB	BT BAGJ BASH	- - -	+ + +	Asnjë nga teoritë
MRR	BT BAGJ BASH	+ + +	+*** +** +	Teoria rendit të zgjedhjes
MOF	BT BAGJ BASH	- - -	- - -	Teoria rendit të zgjedhjes
BT (-1), BAGJ (-1), BASH (-1)	BT BAGJ BASH	+ + +	+*** +*** +***	Teoria kompensimit

Burimi: përpunimet e autorit

Tabela 72. Paraqet një përmbledhje të rezultateve të pritura dhe rezultateve të gjetura sipas modelit GMM për 75 firmat përgjatë periudhës 2019-2023.

Variabli	Struktura e kapitalit	Rezultati i pritur	Rezultati aktual	Teoria ekonomike
ROE	BT BAGJ BASH	- - -	+** - +	Teoria kompensimit dhe Teoria rendit të zgjedhjes
ROA	BT BAGJ BASH	- - -	**** - -*	Teoria rendit të zgjedhjes
TA	BT BAGJ BASH	+ + -	- + -	Teoria rendit të zgjedhjes dhe Teoria kompensimit
LF	BT BAGJ BASH	- - -	**** **** +	Teoria rendit të zgjedhjes
MF	BT BAGJ BASH	+ + -	+ + -	Teoria kompensimit
FF	BT BAGJ BASH	- - -	- ** -	Teoria rendit të zgjedhjes
MRR	BT BAGJ BASH	+ + +	+ - +	Teoria rendit të zgjedhjes
BT (-1), BAGJ (-1), BASH (-1)	BT BAGJ BASH	+ + +	+ +** +	Teoria kompensimit

Burimi: përpunimet e autorit