



UNIVERSITETI I PRISHTINËS  
FAKULTETI EKONOMIK

Vlora Prenaj

**ROLI I BURIMEVE TË FINANCIMIT NË  
POZITËN FINANCIARE TË  
NDËRMARRJEVE TË MËDHA NË  
KOSOVË**

PUNIM I DOKTORATËS

Prishtinë, 2018

UNIVERSITY OF PRISHTINA  
FACULTY OF ECONOMICS

Vlora Prenaj

**ROLE OF FUNDING SOURCES ON THE  
FINANCIAL POSITION OF LARGE  
ENTERPRISES IN KOSOVA**

DOCTORAL THESIS

Prishtina, 2018

UNIVERSITETI I PRISHTINËS  
FAKULTETI EKONOMIK

VLORA PRENAJ

**ROLI I BURIMEVE TË FINANCIMIT NË  
POZITËN FINANCIARE TË  
NDËRMARRJEVE TË MËDHA NË  
KOSOVË**

PUNIMI I DOKTORATËS

Mentori:

Prof.Asoc.Dr.Hysen Ismajli

Prishtinë, 2018

## ABSTRAKTI

Në këtë punim analizohen përcaktuesit e strukturës së kapitalit dhe përdorimi i financimit nga ndërmarrjet e mëdha në Kosovë. Meqenëse struktura e kapitalit konsiderohet një ndër faktorët më kryesor që ndikon në performancën e ndërmarrjeve, ky studim shqyrton po ashtu ndikimin e strukturës së kapitalit në performancën e ndërmarrjeve të mëdha në Kosovë. Studimi bazohet në analizimin e të dhënave për ndërmarrjet e mëdha private, të cilat janë grumbulluar përmes pyetësorit dhe pasqyrave financiare. Në mostër janë përfshi 46 ndërmarrje që mbulojnë periudhën kohore 2013 – 2016, të ndara në gjashtë sektorë tregti, prodhim, shëndetësi, shërbime, ndërtimtar, si dhe informacion dhe komunikim.

Struktura e kapitalit është analizuar duke përdorur si variabël të varur raportin e borxhit total, kurse si variabla shpjeguese në specifikimin e modelit janë përdorur madhësia e ndërmarrjes, likuiditeti, profitabiliteti, struktura e asetëve, rritja, norma efektive e tatimit, fleksibiliteti financiar dhe rreziku. Ndërsa teoritë e strukturës së kapitalit janë zhvilluar për të shpjeguar strukturën e kapitalit bazuar në ndërmarrjet e mëdha. Nga parimet e teorive të zhvilluara për të shpjeguar strukturën e kapitalit në ndërmarrje të mëdha, ky studim është mbështetur në përzgjedhjen e aspekteve të teorisë *trade-off* dhe *pecking order*. Sipas teorisë *trade-off* ndërmarrjet synojnë të arrijnë përfitime tatimore nga përdorimi i borxhit, kurse sipas teorisë *pecking-order* ndërmarrjet sugjerohen që të mbështeten në financimin e brendshëm, pastaj burimet e jashtme dhe si opsion i fundit kapitalin.

Performanca e ndërmarrjeve është analizuar duke përdorur si variabla të varura ROA (kthimi nga pasuria totale) dhe ROE (kthimi nga kapitali), si variabla shpjeguese raportin e borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe total, kurse si variabla të kontrollit rritjen dhe madhësinë e ndërmarrjes.

Për përcaktuesit e rëndësishëm të strukturës së kapitalit janë performuar tri modele të ndryshme të regresionit si *Ordinary least squares*, *random effects* dhe *modeli fixed effect*. Pas llogaritjes dhe vlerësimit të testit Husman, është vërtetuar që për këto të dhëna modeli *fixed effects* është më i besueshëm në shpjegimin e faktorëve përcaktues të strukturës së kapitalit në ndërmarrje. Nga rezultatet e këtij hulumtimi mund të shohim se ndërmjet madhësisë së ndërmarrjes dhe strukturës së kapitalit ekziston një lidhje negative dhe është faktor statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e raportit të borxhit total. Në anën tjetër ndërmjet profitabilitetit dhe strukturës së kapitalit ekziston një lidhje pozitive statistikisht e rëndësishme. Kurse në mes të likuiditetit, normës efektive të tatimit dhe rrezikut rezulton që ekziston një lidhje negative me strukturën e kapitalit. Po ashtu edhe ndërmjet strukturës së aseteve, rritjes dhe fleksibilitetit financiar ekziston një lidhje negative me strukturën e kapitalit e që janë përcaktues statistikisht të rëndësishëm të raportit të borxhit total.

Në analizën e regresionit të shumfishtë për performancë janë përdorur modelet *pooled OLS*, *fixed effects* dhe *random effects*. Në të tri modelet është testuar lidhshmëria në mes të strukturës së kapitalit (raporti i borxhit afatshkurtër, afatgjatë dhe total), me performancën e ndërmarrjeve të vlerësuar nga ROA dhe ROE, si dhe është kontrolluar nga dy faktorët tjerë rritja dhe madhësia e ndërmarrjes. Pas zgjedhjes së modelit më të përshtatshëm përmes testit Hausman, rezultatet e fituara në modelin *fixed effects* vërtetuan se raporti i borxhit afatshkurtër është negativ dhe është faktor statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e ROA-së. Dy variablat e kontrollit kanë lidhje pozitive statistikisht të rëndësishme me performancën e ndërmarrjes. Po ashtu edhe raporti i borxhit afatgjatë ka lidhje negative, mirëpo jo statistikisht e rëndësishme me performancën e ndërmarrjes. Kurse të dy variablat e kontrollit rritja dhe madhësia e ndërmarrjes kanë lidhje pozitive dhe statistikisht të rëndësishme me performancën e ndërmarrjes. Bazuar në rezultatet e modelit *random effects* mund të shohim se raporti i borxhit total ka lidhje negative statistikisht shumë të rëndësishme me performancën e ndërmarrjes të matur nga ROA. Ky rezultat sugjeron që një rritje në raportin e borxhit total ndikon në uljen e performancës së ndërmarrjes. Sa i përket variablave të kontrollit, vetëm rritja është vërtetuar të jetë përcaktues i rëndësishëm i performancës së ndërmarrjes.

Nga rezultatet e fituara për ROE, koeficienti për raportin e borxhit afatshkurtër në modelin *fixed effects* është pozitiv, por nuk është vërtetuar të jetë faktor statistikisht i rëndësishëm në përcaktimin e ROE-së. Rezultatet e këtij modeli tregojnë se dy variablat e kontrollit, rritja dhe madhësia e ndërmarrjes kanë lidhje pozitive dhe që të dyja janë statistikisht të rëndësishme në përcaktimin e ROE-së. Ndërsa koeficienti për raportin e borxhit afatgjatë ka lidhje negative jo statistikisht i rëndësishëm për ROE-në. Të dy variablat e kontrollit kanë lidhje pozitive, por vetëm rritja është statistikisht e rëndësishme në përcaktimin e ROE-së. Po ashtu bazuar në rezultatet e modelit *fixed effects* edhe raporti i borxhit total ka lidhje negative por jo statistikisht të rëndësishme me ROE-në. Kurse asnjëra nga dy variablat e kontrollit nuk ishin përcaktuese të rëndësishme të ROE-së.

**Fjalë kyçe:** Kosova, përkufizimi i ndërmarrjeve, struktura e kapitalit, financimi, performanca e ndërmarrjeve.

## **ABSTRACT**

The main aim of this study was to analyze the determinants of capital structure and the use of funding by large enterprises in Kosovo. Since the capital structure is considered to be one of the major factors influencing the performance of enterprises, this study also examined the impact of capital structure on the performance of large enterprises in Kosovo. The study is based on data analysis of large private enterprises, collected through structured questionnaire and financial statements. The sample includes 46 enterprises covering the time period 2013 – 2016, divided into six sectors: trade, manufacturing, health, services, construction, as well as information and communication.

The capital structure was analyzed by using the total debt ratio as a dependent variable, while the size of the enterprise, liquidity, profitability, asset structure, growth, effective tax rates, financial flexibility and risk were used as explanatory variables in the model specification. Theories of capital structure have been developed to explain the capital structure based on large enterprises. In accordance with the principles of developed theories to explain the capital structure of large enterprises, this study is focused on the selection aspects of trade-off and pecking order theory. According to the trade-off theory, the enterprises intend to achieve tax benefits from using debts, while pecking order theory suggests enterprises to firstly rely on internal financing, then external sources and as the ultimate to capital option.

The performance of enterprise was analyzed using as dependent variables Return on Total Assets (ROA) and Return on Equity (ROE), while as explanatory variables the ratio of short-term, long-term and total debt, as well as growth and size of the enterprise as control variables.

In regard to the important determinants of capital structure, three different regression models have been performed, Ordinary least squares, random effects and fixed effect models. After performing the Hausman test, it is proved that for this data the fixed effect model fits better and is more reliable in explaining the determining factors of the capital structure of large enterprise in Kosovo. The results of this study have shown that there is a negative relationship between the

size of enterprise and the capital structure and it is a statistically significant factor in determining the total debt ratio. On the other hand, profitability and the capital structure were statistically significant positive related. While there was negative relationship between capital structure and three other explanatory variables such as liquidity, the effective rate of taxation and risk. Negative relationship was also revealed between the capital structure and the structure of assets, growth and financial flexibility and statistically significant determinants of the total debt ratio.

In multivariate regression analysis, OLS pooled model, fixed effects and random effects are used. In all three models, the correlation between the capital structure (short-term, long-term and total debt ratio) was tested with the performance of ROA and ROE, and it was controlled for two other factors, growth and size of the enterprise. After choosing the best fitted model by using the Hausman test, the result obtained in the fixed effect model which was considered the best model proved that the short-term debt ratio is negative and is a statistically significant factor in determining ROA. The two control variables have positive and a statistically significant relationship with the performance of enterprise. Likewise, the long-term debt ratio has negative, but not statistically significant relationship with the performance of enterprise. Two other control variables, growth and size of the enterprise have a positive and statistically significant relationship with the performance of enterprise. Based on the random effects model results, it has been shown that the total debt ratio has negative and a statistically significant correlation with ROA's performance. This result shows that an increase in the total debt ratio affects the performance of the enterprise. In regard to the control variables, only growth has been proven to be an important determinant of the enterprise performance.

According to the results obtained for ROE, the coefficient of short-term debt ratio in the fixed effect model is positive, but it has not been proven to be a statistically significant factor in determining the ROE. The results of this model show that two variables of control, growth and size of the enterprise have positive correlations and both are statistically important in determining ROE. While the coefficient for long-term debt ratio has negative and non-statistically significant relation with ROE. Both control variables have positive correlation, but only growth is shown to be statistically important determinant of ROE. In the results of fixed



effect model, the ratio of total debt has negative but not statistically significant relation with ROE. While none of the two control variables were important determinants of ROE.

**Keywords:** Kosova, definition of enterprises, capital structure, financing, enterprise performance.