

**Rritja Ekonomike Endogjene: Sfida e Borxhit Publik
dhe Kapitali Sipërmarrës si mundësi e rritjes**

Dorëzuar Unviversiteti European të Tiranës Shkollës Dokotrale

Në përmbushje të detyrimeve të programit të Doktoraturës Në Shkenca Ekonomike, Me
profil Ekonomi dhe Zhvillim i Qëndrueshëm

Udhëheqës Shkencor: Dr. Selami Xhepa

Numëri i Fjalëve 54.000

DEKLARATA E AUTORËSISË

Deklaroj me përgjegjësi të plotë dhe jam në dijeni të pasojave ligjore që ka një deklaram i rremë. Ky punim akademik është vepër e imja dhe nuk është plagjiaturë ose kopje e ndonjë autori tjetër.

ABSTRAKT

Modeli i rritjes ekonomike endogjene thotë se vendet kanë ritme ndryshime në ritmet e rritjes ekonomike kryesisht prej ndryshimeve në nivelin e zhvillimi të njohurive teknologjike. Sipas këtij modeli shteti ka një rol parësor për të siguruar kushte optimale për sipërmarrjen në vend dhe për të nxitur kërkim e zhvillim me politikat e saj. Por duke qënë se Shqipëria ka rritur borxhin publik me mbi 82% të PBB-së atëherë ky studim synon të kuptojë sesi niveli i lartë i borxhit ngadalëson rritjen ekonomike dhe sesi korrupsioni shtetëror frenon sipërmarrjen në vendet e Ballkanit. Mbështetur në literaturën përkatëse por edhe në regresionet në panel dhe në seri kohore të mbështetura në të dhëna të Bankës Botërore dhe të Ministrisë së Financave ne vërtetojmë se borxhi publik për Shqipërinë ka qënë shkaktar i ngadalësimit të rritjes ekonomike dhe se korrupsioni po ashtu frenon potencialin e ekonomisë për vendet e Ballkanit. Sipas rekomandimeve të fundit të Bankës Botërore vendet e ballkanit duhet të bëjnë më shumë për të nxitur kompanitë start-up dhe të nxisin mënyra alternative të financimit të tyre sic janë kapitali sipërmarrës (venture capital). Ky studim nëpërmjet të dhënave panel për 15 shtete për periudhën 2007-2019 të gjeneruara nga crunbase dhe OECD gjen se niveli i kërkim zhvillimit në një shtet, niveli i taksave si dhe indikatorët e zbatimit të ligjit janë faktorë të rëndësishëm të rritjes së kapitalit sipërmarrës në një vend. Por nga ana tjetër ky studim analizon dhe kushtet ekosistemit të start-up në Shqipëri si dhe analizon zhvillim e vakët të tregjeve të kapitalit në vend dhe vërteton se ato nuk janë të zhvilluara mjaftueshëm sa për të mundësuar një rritje të financimit për start-upet. Por ky studim gjithashtu gjen se niveli i tregut të kapitalit sipërmarrës nuk është përcaktues në financimin e ideve inovative duke krahasuar SHBA dhe Europë.

Fjalë kyce: kapital sipërmarrës, rritje ekonomike, borxh publik, tregje kapitali, start-up

Abstract

The endogenous economic growth model says that countries have different rates of economic growth rates mainly due to changes in the level of development of technological knowledge. According to this model, the state has a primary role to provide optimal conditions for entrepreneurship in the country and to promote research and development with its policies. But given that Albania has increased public debt by over 82% of GDP then this study aims to understand how high levels of debt slow down economic growth and how state corruption inhibits entrepreneurship in the Balkan countries. Based on the relevant literature but also on the regressions in the panel data and time series and data obtained from the World Bank, transparency International and the Ministry of Finance, we confirm that public debt in Albania has been the cause of slowing economic growth and that corruption also inhibits the potential for the Balkan countries economies. According to the latest recommendations of the World Bank, that the Balkan countries should do more to encourage start-up companies and promote alternative ways of financing them, such as venture capital. This study through panel data for 15 countries for the period 2007-2019 generated by Crunchbase and OECD finds that the level of research and development in a country, the level of taxes and law enforcement indicators are important factors in increasing entrepreneurial capital in a place. But on the other hand, this study analyzes the conditions of the start-up ecosystem in Albania and analyzes the lukewarm development of capital markets in the country and confirms that they are not sufficiently developed to enable an increase in funding for start-ups. But this study also finds that the level of the venture capital market is not determinant in financing innovative ideas comparing the US and Europe.

Keywords: venture capital, economic growth, public debt, capital markets, start-ups

Përmbajtja

Kapitulli 1 Hyrje	5
1.1 Përse ky studim?	6
1.2 Qëllimi i punës Kërkimore.....	7
1.3 Pyetje Kërkimore	9
1.4 Metodologjia	11
1.5 Struktura e Punimit	12
Kapitulli 2 Modeli Endogjen i Rritjes Ekonomike: Borxhi Publik, Korrupsioni dhe Kapitali Sipërmarrës	14
2.1 Hyrje	14
2.2 Modelet Teorike të Rritjes Ekonomike	15
2.2.1 Merkantilizmi.....	16
2.2.2 Teoria klasike.....	17
2.2.3 Teoria neo-klasike.....	18
2.2.4 Teoritë e rritjes endogjene.....	21
2.3 Aplikimi i Teorisë Endogjene	24
2.3.1 Madhësia e Shpenzimeve Qeveritare	25
2.3.2 Borxhi Publik dhe Modeli Endogjen	27
2.3.4.Polemika Keynesiane dhe borxhi publik	32
2.5 Korrupsioni dhe Modeli Endgjen	34
2.6 Inovacioni Kapitali Sipërmarrës dhe Modeli Endogjen.....	39
2.7 Cfarë është Kapitali Sipërmarrës	41
2.7.1Historik i zhvillimit të kapitalit sipërmarrës	42
2.8 Rritja e PBB-së dhe kapitali sipërmarrës	47
2.9 Kapitali sipërmarrës dhe krijimi i vendeve të punës.....	50
2.10 Kapitali sipërmarrës dhe inovacioni	51
2.11 Pse kapitali sipërmarrjes në SHBA është më i suksesshëm se në Evropë?.....	55
Kapitulli 3 Metodologjia e punimit, të dhënat dhe burimi	58
3.1 Hyrje	58
3.1 Pyetjet kërkimore dhe metodologjia e studimit	59
3.2 Mbledhja e të dhënave dhe përpunimi i tyre.....	61
3.3 Të dhënat e formës seri kohore	63

3.5 Hipotezat kërkimore.....	68
3.5.1 Hipoeteza 1	68
Efektet e rastësishme apo fikse?	70
2.5.2 Hipoteza 2	71
2.5.3 Hipoteza 3	72
Kapitulli 4 Borxhi Publik Korrupsioni dhe Rritja Ekonomike	79
4.1 Hyrje	79
4.2 Përshkrim i situatës makroekonomike	79
4.3 Shpenzimet Publike	83
4.4. Modeli empirik mbi Borxhin publik dhe rritja ekonomike në Ballkan.....	92
4.5 Modeli empirik i ndikimit të korrupsionit në rritjen ekonomike në Ballkanin Perëndimor.....	99
Kapitulli 5 Faktorët që ndikojnë në nxitjen e kapitalit sipërmarrës	111
5.1 Hyrje	111
5.2 Përcaktuesit e zhvillimit të tregut të kapitalit sipërmarrës	114
Mjedisi Ligjor	115
Zhvillimi i tregut financiar.....	116
Sistemi i Taksave	117
5.3 Përcaktuesit e kapitalit sipërmarrës: Rezultatet e të dhënave të panelit.....	118
5.3.1 Rezultatet e përzgjedhjes së rastësishme (random effect).....	118
5.3.2. Rezultatet e Efektit Fiks	120
5.4 Interpretimi i gjetjeve.....	122
5.5 Tregu i kapitalit sipërmarrës : SHBA vs Evropë	133
5.4.1 Kapitali i sipërmarrjes evropiane.	136
5.4.2 Hetimi i sjelljes së fondeve të Komisionit të BE-së.....	140
5.5 Kapitali sipërmarrës: Një krahasim midis SHBA-së dhe raundeve evropiane të financimit ...	144
5.5.1 Pse start-upet i drejtohen kapitalit sipërmarrës?	144
5.5.2 Fazat e financimit të investimeve.....	148
5.5.3 Studimi rasti: UBER	152
5.6 A ndikon madhësia e tregut për të gjeneruar Rounin C të financimit të start-upeve?	155
5.3.4.1 Rezultatet e të dhënave	156
Kapitulli 6 Infrastruktura e start-up dhe tregjet e kapitalit në Shqipëri	159
6.1 Hyrje	159
6.2 Kërkim Zhillimi në Shqipëri.....	160
6.2.1 Strategjia Kombëtare për Inovacion	166

6.2.2 Progres Raporti BE 2019	167
6.3 Ekosistemi i Start-up në Shqipëri.....	168
6.4 Analizë e Problematikave të Ekositemit të Start-up në Shqipëri	171
6.4.1 Lista e Start-upeve Shqiptare	172
6.5 Analizë Ligji Strat-Upeve në Shqipëri.....	177
6.6 Tregjet e Kapitalit	179
6.6.1 Problematikat e Tregut të Kapitalit sipas IFC.....	180
6.6.2 Të dhëna depozita në shqipëri.....	183
6.7 Analizë e tregut të Kapitaleve në Shqipëri.....	188
6.7.1 Alreg incentiva private.....	188
i. Mungesa e Underëriter.....	191
ii. Mungesa e Anës së Ofertës (Emetuesit me Ofertë Publike).....	192
ii. Mungesa e Anës së Kërkesës (Demand Side).....	194
iii. Orientimi i Listimit në Monedhën Lekë dhe pengesat e sistemit AIPS	195
iv. Mungesa e Incentivave.....	196
v. Zhvillimi i Tregut Sekondar të Titujve të Qeverisë	197
vi. Tregu i Obligacioneve të Shoqërive Aksionare (Obligacionet e Emetuara me Ofertë Private).....	198
vii. Emetuesit (Oferta).....	199
viii. Fondet e Investimit.....	199
ix. Fondet e Pensionit.....	200
x. Shoqëritë e Sigurimit	201
6.7 Përfundim.....	201
Kapitulli 7 Konkluzione dhe rekomandime	205

Kapitulli 1 Hyrje

1.1 Përse ky studim?

Shqipëria është një vend në zhvillim që po njeh ritme të ulta të rritjes ekonomike. Gjatë viteve 2000-2010 ajo njohu një rritje të lartë me mesatarisht 6% dhe pas krizës globale financiare 2008-2009 ekonomia e Shqipërisë u rrit me ritme më të ulta me 2%. Teoria e rritjes ekonomike të ekonomistit Solou thotë se me rritjen e nivelit të kapitalit do të vihet re një rritje ekonomike e lartë përkohësisht por më pas ritmet do të bien përshkak se raporti i kapitalit me forcën punëtore ulen. Teoria neoklasike pretendon se për t'u larguar nga ritmet e rritjes ekonomike të ngadalta duhet që ose të rritet oferta e fuqisë punëtore ose të rritet produktiviteti për njësi i kapitalit apo i krahut të punës. Po i njëjti model flet se ndryshimet në hapat që përdor një shtet për të përmirësuar nivelin e saj teknologjik është dhe arsyeja kryesore përse kemi ritme të ndryshme të rritjes ekonomike. Por pavarësisht kësaj ky model lë të pashpjeguar arsyen e ndryshimit të teknologjisë dhe njohurive novatore në një shoqëri dhe i merr ato si të mirëqena. Është pikërisht modeli endogjen i rritjes ekonomike e cila shpjegon më mirë ndryshimet teknologjike në një ekonomi si dhe jep një rol më të madh politikave publike për të përmirësuar ritmet e rritjes ekonomike. Duke u nisur nga ekonomisti Romer (1990) dhe të tjerë më pas ne kemi një model teorik të rritjes ekonomike që shpjegon më mirë ndryshimet e vëna re gjatë viteve 1990-2020 në botë. Sipas këtij modeli qeveria ka hapësira për politika ndërhyrëse në ekonomi nëpërmjet investimeve publike, ruajtjen e të drejtave të pronësisë, zhvillimit të kapitalit njerëzor si dhe nxitjen e një mjedisi biznesi që lejon idetë inovative të zhvillohen. Pikërisht përse i përket nxitjes së bizneseve të reja inovative eksperiencia e shumë shteteve të zhvilluara sugjeron zgjerimin e tregut të kapitalit sipërmarrës.

Nisur nga ky debat akademik ndërkombëtar për interpretimin e modelit më të mirë për të shpjeguar faktorët që çojnë në rritje ekonomike afatgjatë ne kemi bërë një analizë historike të këtyre modeleve duke u përqendruar më tepër te modeli i rritjes endogjene dhe te dy faktorë historik që pengojnë rritjen ekonomike të Shqipërisë siç janë borxhi publik dhe korrupsioni si dhe te një faktor i tretë teorik që mundet të influencojë rritjen ekonomike afatgjatë nëpërmjet zhvillimit të kapitalit privat siç është ai i kapitalit sipërmarrës (venture capital) duke analizuar dhe testuar faktorët që nxisin financimet e kapitalit sipërmarrës si një instrument i rëndësishëm i zhvillimit të ideve inovative në një ekonomi.

Së pari, duke marrë parasysh që Shqipëria gjatë viteve 2010-2020 ka një rritje ekonomike më të ulët sesa dekada paraardhëse, por ndërkohë ka një borxh publik në nivele të larta ne interpretojmë modelin e rritjes ekonomike endogjene dhe impaktin e borxhit publik në rritjen ekonomike në rastin e Shqipërisë. Po ashtu bazuar në literaturën e viteve të fundit ne studiojmë impaktin e korrupsionit shtetëror në rritjen ekonomike të vendeve të Ballkanit. Së dyti, ky punim përqendrohet më shumë në testimin e faktorëve që çojnë në rritje të kapitalit sipërmarrës si mënyrë e nxitjes së inovacionit në një ekonomi. Ky punim merr dhe më shumë rëndësi duke ditur se gjatë vitit 2019 Shqipëria ka nisur procesin e krijimit të një ligji të ri të start-upeve dhe ndërtimit të ekosistemit për të nxitur pikërisht këtë qasje të re në zhvillimin ekonomik të vendit.

1.2 Qëllimi i punës Kërkimore

Shqipëria ka nivelin më të ulët të shpenzimeve për kërkim dhe zhvillim në Europë me një nivel 0.03% të PBB-së. Ky nivel është mjaft më i ulët dhe se vende të tjera të Ballkanit ku Serbia shpenzon 1% të PBB-së në kërkim dhe zhvillim dhe ky nivel shqetësues është adresuar dhe në Progres Raportin e BE-së të vitit 2019 si një objektiv shtetëror që duhet ndryshuar sa më parë për të garantuar një rritje ekonomike afatgjatë. Po ashtu pas goditjes

negative që i ka ardhur ekonomisë shqiptare dhe asaj të Ballkanit Perëndimor pas mbylljes ekonomike prej pandemisë COVID-19 Banka Botërore sugjeron në raportin e saj 2020 që këto vende duhet të krijojnë burime të reja të rritjes ekonomike për shkak të borxhit të lartë publik. Ndër rekomandimet e saj është dhe nevoja për krijimin e mbështetjes së bizneseve të reja inovative në teknologji dhe më specifikisht për krijimin e infrastrukturës ligjore për të nxitur investitorët ëngjëj dhe kapitalin sipërmarrës (venture capital). Duke qenë se së fundmi Shqipëria është duke përgatitur një ligj për start-upet ky punim synon për të adresuar më në detaje se cilat janë ato politika shtetërore të cilat mundet të nxisin më tej kapitalin sipërmarrës dhe mbi të gjitha analizon përfitimet e kapitalit sipërmarrës për një ekonomi në zhvillim si Shqipëria.

Po ashtu duke ditur se Shqipëria shpenzon thuhetse 7% të PBB-së në investime kapitale si një mënyrë e përmirësimit të infrastrukturës vendase ne analizojmë pasojat që ka rritja e borxhit publik në rritjen ekonomike të Shqipërisë. Ky studim vjen si nevojë e faktit se vendi sot ka një borxh të lartë publik i cili ka arritur në 82% të PBB-së. Duke ditur se ky nivel i lartë borxhi pengon qeverinë për të adresuar në të ardhmen goditje potenciale negative në ekonomi ne analizojmë më tej sesi lidhja me ekonominë globale nëpërmjet kapitalit sipërmarrës është një mundësi e pashfrytëzuar e politikave publike në Shqipëri. Por literatura po ashtu thotë se vendet në zhvillim që dedikojnë një nivel të lartë të financave publike në infrastrukturë kanë po ashtu të ngjarë të jenë vende që kanë dhe korrupsion të lartë. Duke qenë se për Shqipërinë investimet në infrastrukturë janë 7% ndërkohë që në vende të zhvilluara të BE-së këto shpenzime zënë vetëm 2% të PBB-së ne analizojmë strukturën e shpenzimeve qeveritare shqiptare. Këto të dhëna janë deskriptive por me rëndësi për këtë studim është analiza sesi korrupsioni, i matur nëpërmjet të dhënave të International Transparency, ndikojnë në nivelin e rritjes ekonomike të një vendi. Për këtë arsye analiza ekonometrike e zgjedhur synon të faktojë pikërisht sesi korrupsioni dhe për rrjedhojë shpenzimet e larta në infrastrukturë cojnë

në ngadalësim të rritjes ekonomike. Ky studim ka për synim aplikimin e ideve të modelit endogjen të rritjes ekonomike dhe analizimin e faktorëve të pashfrytëzuar në Shqipëri si një mundësi për të nxitur rritjen ekonomike sic është kapitali sipërmarrës. Po ashtu në vazhden e analizës së kapitalit sipërmarrës ky studim analizon dhe infrastrukturën ligjore dhe instrumentet e tjera financiare në ekonominë shqiptare për të nxitur investimet e sipërmarrjeve të reja. Më specifikisht ky studim analizon dhe tregjet e kapitalit në Shqipëri sesa tëafta janë ato për t'i ardhur në ndihmë ekonomisë sonë në kushtet e një borxhi të lartë publik dhe të një ekonomie globale gjithnjë e më konkurruese.

1.3 Pyetje Kërkimore

Studimi sheh zhvillimin e tregjeve të kapitalit sipërmarrës si një mundësi alternative për rritjen ekonomike afatgjatë pasi rritja ekonomike nëpërmjet borxhit publik i cili shkon për investime infrastrukturore çon në ngadalësim të rritjes ekonomike dhe në korrupsion. Ky punim synon të masë efektin e korrupsionit në borxhin publik dhe rritjen ekonomike. Analiza empirike verifikon kanalet që çojnë në një rritje të borxhit publik, siç janë rritja e shpenzimeve qeveritare, ekonomia informate, shpenzimet e infrastrukturës, gjithnjë duke pasur një deficit buxhetor të financuar përmes borxhit.

Rëndësia e demonstruar nga implikimet e renditura më lart dhe mungesa e studimeve të ngjashme në vendet në zhvillim si Shqipëria, janë një motiv për realizimin e këtij studimi.

Në mënyrë që të strukturojmë hulumtimin, ky punim përpiket t'i përgjigjet këtyre pyetjeve të mëposhtme:

Pyetja 1: A shpjegon modeli endogjen arsyen e ngadalësimit të rritjes ekonomike të Shqipërisë?

Pyetja 2: A ndihmon kapitali sipërmarrës në kapërcimin e problemit të investimeve të ulta në kërkim e zhvillim në Shqipëri?

Pyetja 3: Cilët janë faktorët që ndikojnë në nivelin e investimeve të kapitalit sipërmarrës?

Pyetja 4: Pse ekziston një hendek midis SHBA dhe Evropës dhe çfarë po bëjnë vendet e BE për të kapërcyer hendekun?

Pyetja 5: A ka ndonjë ndryshim në madhësinë e tregut të kapitalit sipërmarrës për të arritur raundin C të financimit për kompanitë start-up?

Pyetja 6: A i ka mundësitë Shqipëria për të zhvilluar tregun e kapitalit sipërmarrës?

Pyetja 7: A ka ndikuar borxhi publik i Shqipërisë në ngadalësimin e rritjes ekonomike të vendit?

Pyetja 8: Si ndikon niveli i korrupsionit në nivelin e rritjes ekonomike?

Hipotezat:

Në vijim të pyetjeve kërkimore të shtuara më sipër nëngremë këto hipoteza në punimin tonë:

Hipoteza 1: Vende në zhvillim si Shqipëria mundet të zhvillojnë tregjet e kapitalit sipërmarrës pavarësisht mungesës së tregjeve të kapitalit

Hipoteza 2 : Madhësia e tregut nuk ndikon në shpejtësinë e start-upeve për të arritur raundin C të financimit

Hipoteza 3: A ndikon investimi në kërkim dhe zhvillim, taksat si dhe legjislacioni në rritjen e investimeve të kapitalit sipërmarrës?

Hipoteza 4: Politikat zhvillimore të shtetit shqiptar nëpërmjet rritjes së borxhit kanë penguar rritjen ekonomike në vend.

Hipoteza 5: Modeli i endogjenitetit shpjegon sesi korrupsioni frenon rritjen ekonomike në vendet e Ballkanit Perëndimor

1.4 Metodologjia

Ky studim përmbledh metoda të ndryshme të kërkimit shkencor për t'iu përgjigjur tre hipotezave të ngritura më sipër. Përsa i përket hipotezës së parë ky punim analizon përmes të dhënave të panelit, se cilët janë përcaktuesit kryesore të kapitalit sipërmarrës për katërmëdhjetë vende europiane dhe ekonominë amerikane gjatë viteve 2007-2019. Këto të dhëna janë interpretuar nëpërmjet modelit të efektit fiks duke analizuar katër variabla të pavarur si: shpenzimet për kërkim dhe zhvillim në një vend, normat e taksave të matura sipas indeksit të bërjes biznes të Bankës Botërore, kredia si përqindje e PBB-së dhe shkalla e rritjes ekonomike. Nëpërmjet këtij modeli ne arrijmë në përfundimin se niveli i taksave, investimet në kërkim dhe zhvillim si dhe zhvillimi i tregjeve të kapitalit ndikojnë në përzgjedhjen e investimeve të kapitalit sipërmarrës. Nëpërmjet këtyre të dhënave ne analizojmë më pas nëse Shqipëria i plotëson ose jo kushtet për të zhvilluar një treg të mirë financimi për kompanitë e reja start-up.

Në mënyrë më analitike studiohen dhe ligji i ri i start-upeve në Shqipëri si dhe pyetësor tëshkurtër të bërë me aktorë të tregut të tregjeve kapitale në Shqipëri për të testuar gjetjet tona nëse ky treg mundet të zhvillohet më tej në Shqipëri.

Po ashtu, nisur nga fakti se një kompani Shqiptare ka arritur të gjejë financim nga kapital sipërmarrës ndërkombëtar me vlerë 2 milionë euro për projektin e saj ne bëjmë një analizë mikroekonomike për shpejtësinë që i duhet një kompanie për të arritur Raundin C të financimit pavarësisht madhësisë së tregut në të cilët ajo operon. Në këtë mënyrë ne analizojmë të dhëna historike të marra nga databaze e CrunchBase për të parë nëse ka

diferencë mes kompanive Europiane dhe atyre Amerikane për të arritur raundin C të financimit. Gjetjet tona tregojnë se madhësia e tregut nuk ka rëndësi në gjenerimin e nivelit të financimit dhe për rrjedhojë dhe kompanitë Shqiptare mundet të arrijnë nivele të ngjashme financimi nëse ideja e tyre është vërtetë inovatore.

Më tej efektet e korrupsionit dhe borxhit publik në ekonominë e një vendi në zhvillim shpjegohen nëpërmjet modeleve ekonometrike për korrupsionin, borxhin publik dhe rritjen ekonomike për Shqipërinë dhe vendet e Ballkanit. Për realizimin e këtij studimi, është përdorur modeli i efekteve fikse të panel data. Të dhënat burojnë nga Agjencia Ndërkombëtare e Transparencës dhe Banka Botërore dhe lejojnë të vlerësohet ndikimi që korrupsioni dhe borxhi publik kanë në rritjen ekonomike të një vendi. Për të realizuar studimin është zgjedhur krijimi i një paneli të dhënash me disa nga vendet e Ballkanit Perëndimor. Seritë kohore të marra në konsideratë për këtë studim fillojnë nga viti 1996 deri në vitin 2019, duke mbuluar kështu një periudhë 23 vjeçare.

1.5 Struktura e Punimit

Në kapitullin e dytë përshkruhet baza teorike mbi të cilët është mbështetur ky punim. Ne bëjmë një përmbledhje të teorisë së rritjes ekonomike dhe nëpërmjet saj analizojmë se si modeli i rritjes endogjene i jep një rol të rëndësishëm inovacionit dhe kërkim zhvillimit për të çuar në rritje ekonomike. Sipas këtij modeli avancimi teknologjik është endogjen sepse mbështetet në vendimin për të investuar në kërkim dhe zhvillim dhe përhapje të dijes (Bassanini & Scarpetta, 2001). Po ashtu në analizën e kësaj literature në vejmë re se roli i shtetit bëhet i rëndësishëm pasi ekonomistët që besojnë në këtë teori theksojnë nevojën që qeveria të sigurojë stimuj dhe subvencione për bizneset në sektorin privat. Ajo i motivon

bizneset të investojnë në kërkim dhe zhvillim në mënyrë që ata të mund të vazhdojnë të nxisin inovacionin.

Më pas në kapitullin e tretë ne shpjegojmë dhe më në mënyrë analitike hapat metodologjik të ndjekur për t'u përgjigjur tre hipotezave të mësipërme. Në këtë kapitull merr rëndësi shpjegimi i qasjes teknike të shpjegimit të modelit ekonometrik për të trija rastet e përmendura më sipër si hipotezë kërkimore. Po ashtu ne shpjegojmë më në detaje dhe të dhënat e përdorura për të ndërtuar modelet analitike të ndërtuara. Kapitulli numër katër më pas analizon të dhënat për borxhin publik në Shqipëri dhe sesi ka evoluar ai gjatë viteve të fundit si dhe analizon rezultatet e modelit ekonometrik për Shqipërinë. Po ashtu duke qenë se korrupsioni është prezent në Shqipëri pasi renditemi ndër vendet e fundit sipas Transparency International ne analizojmë sesi korrupsioni ndikon në nivelin e rritjes ekonomike nëpërmjet rezultateve të modelit panel për vendet e Ballkanit.

Kapitulli pesë jep më shumë detaje për rolin e kapitalit sipërmarrës duke bërë një analizë historike të këtij instrumenti në SHBA dhe Europë nëpërmjet një analize përshkuese. Më pas të dhënat interpretohen nëpërmjet rezultateve të modelit panel. Në këtë kapitull gjithashtu ne shpjegojmë të dhënat mikroekonomike tëraundit të financimit mes kompanive Europiane dhe atyre Amerikane për t'u përgjigjur hipotezës tre. Kapitulli gjashtë nga ana tjetër analizon ligjin e start-upeve në Republikën e Shqipërisë si dhe merret në një analizë më të detajuar të ekosistemit të start-upeve në vend. Po ashtu në kapitull jepen rezultatet e hulumtimit të bërë në lidhje me tregjet e kapitalit në Shqipëri duke treguar se Shqipëria megjithëse përpjekjeve të fundit ka shumë pak infrastrukturë ligjore për të zhvilluar këtë treg dhe se akoma nuk ka një kompani të listuar në bursë. Kapitulli i fundit bën analizën përfundimtare të punimit duke dhënë dhe rekomandimet e nevojshme për autoritet shtetërore për sa i përket zhvillimit të kapitalit sipërmarrës.

Kapitulli 2 Modeli Endogjen i Rritjes Ekonomike: Borxhi Publik, Korrupsioni dhe Kapitali Sipërmarrës

2.1 Hyrje

Rritja ekonomike kuptohet si një proces dinamik në të cilin secila ekonomi apo shtet krijon ndërveprime midis faktorëve të ndryshëm prodhues që, së bashku me politikat ekonomike, lejon gjenerimin e një sasive më të madhe të mallrave dhe shërbimeve të prodhuara, gjë që përmirëson mirëqenien e popullatës. Një model i rritjes ekonomike bazohet në teorinë ekonomike për të vendosur supozime themelore që lejojnë propozimin e një ndërveprimi midis faktorëve të prodhimit në mënyrë që të shpjegohet përcaktuesit e rritjes ekonomike. Bazuar në teoritë e rritjes ekzogjene dhe endogjene, janë propozuar modele të ndryshme

të shpjegojë rritjen ekonomike duke përfshirë faktorin njerëzor, akumulimin e kapitalit dhe ndryshimin teknologjik ndër faktorët e tjerë të prodhimit. Në këtë kuptim, Paul Romer (1990), Hellman (1991), ndër të tjera, paraqesin punime teorike që shpjegojnë rritjen endogjene.

Lucas (1998) paraqet tre modele të rritjes ekonomike për të përshkruar prodhimin e një vendi të bazuar në nivelet e kapitalit fizik dhe njerëzor dhe nivelin e tij të teknologjisë, duke përdorur një prodhim funksioni të Cobb-Douglas. Në modelin e parë theksohet akumulimi i kapitalit njerëzor dhe ndryshimi teknologjik si përcaktues të rritjes ekonomike, dhe konsideron, si dhe Soloë, që shkalla e ndryshimit të teknologjisë është ekzogjene (e jashtme në model) dhe përcakton trajektoret që duhet të ndjekë konsumi për frymë (variabla e kontrollit) dhe stoku i kapitalit (variabli fiks) në mënyrë që të maksimizohet dobia me kalimin e kohës. Në modelin e dytë, supozohet se ndryshimi teknologjik është endogjen. Ky model thekson rëndësinë e politikave shtetërore për të promovuar sipërmarrjen në një

ekonomi, nxitjen e investimeve shtetërore si dhe akumulimin e kapitalit njerëzor përmes të mësuarit në proces prodhimi si motorë të rritjes ekonomike. Është pikërisht ky model që thekson se qeveria ka një rol të rëndësishëm në zhvillimin ekonomik për të përmisuar aftësinë prodhuese të burimeve në dispozicion. Por duke parë literaturën vihet re se shtete të ndryshme marrin përsipër projekte të mëdha infrastrukturore në vendet në zhvillim duke akumuluar borxh të lartë publik. Në këtë kapitull përshkruhen teoritë e rritjes ekonomike dhe duke u përqëndruar te modeli endogjen i rritjes ekonomike ne analizojmë literaturën sesi borxhi publik dhe korrupsoni burokratik ndikojnë negativisht në sipërmarrjen private dhe për rrjedhojë në ritme më të ulta të rritjes ekonomike. Po ashtu në këtë kapitull bëhet një përmbledhje e literaturës së re sesi “netuorku” i sipërmarrësve inovativë mundet të ndihmojnë në rritjen ekonomike nëprmet zhvillimit tëinstrumenteve të financimit siçështë “kapitali sipërmarrës”.

2.2 Modelet Teorike të Rritjes Ekonomike

Modele të ndryshme të rritjes ekonomike theksojnë shkaqet alternative të rritjes ekonomike. Teoritë kryesore të rritjes ekonomike përfshijnë merkantelizmin, modelin klasik, modelin neoklasik si dhe modelin endogjen të rritjes ekonomike. Në këtë kapitull ne bëjmë një përshkrim sesi këto modele kanë evoluar dhe sesi modeli endogjen shërben si një pikënisje për analizën e politikave të duhura shtetërore për të garantuar rritje ekonomike.

2.2.1 Merkantilizmi

Sipas këtij modeli të përdour në shekujt XVII-XVIII pasuria e një kombi përcaktohet nga akumulimi i arit dhe teprica e tregtisë.E njohur në fillim të revolucionit industrial,

Merkantelizmi nuk është në të vërtetë një teori e rritjes ekonomike, por argumenton se një vend mund të bëhej më mirë duke kërkuar të grumbulluar ar dhe duke rritur eksportet. Merkantalizmi është nga vetë përkufizimi një nacionalizëm ekonomik me qëllim të ndërtimit të një shteti të pasur dhe të fuqishëm. Adam Smith shpiku termin "sistem tregtar" për të përshkruar sistemin e ekonomisë politike që kërkonte të pasuronte vendin duke frenuar importet dhe inkurajuar eksportet. Ky sistem dominoi mendimin dhe politikat ekonomike të Evropës Perëndimore në shekujt XVI deri në fund të shekujve XVIII. Qëllimi i këtyre politikave ishte, me sa duket, për të arritur një ekuilibër "të favorshëm" të tregtisë që do të sillte ar dhe argjend në vend dhe gjithashtu për të ruajtur punësimin e brendshëm. Në ndryshim nga sistemi bujqësor i fiziokratëve ose laissez-faire i shekujve XIX dhe fillimi i shekujve XX, sistemi tregtar u shërbeu interesave të tregtarëve dhe prodhuesve të tillë si Kompania Britanike e Indisë Lindore, veprimtaritë e së cilës mbroheshin ose inkurajoheshin nga shteti. Arsyeja më e rëndësishme ekonomike për merkantilizmin në shekullin e gjashtëmbëdhjetë ishte konsolidimi i qendrave rajonale të pushtetit të epokës feudale nga shtetet e mëdha, konkurruese të kombeve. Faktorë të tjerë kontribuues ishin krijimi i kolonive jashtë Evropës; rritja e tregtisë dhe industrisë evropiane në lidhje me bujqësinë; rritja e vëllimit dhe gjerësisë së tregtisë; dhe rritja e përdorimit të sistemeve monetare metalike, veçanërisht ari dhe argjendi, në raport me transaksionet e këmbimit.

Këto politika ekonomike morën shumë forma në shtete të ndryshme. Brenda vendit, qeveritë do të siguronin kapital financiar për industrinë e reja, përjashtonin industrinë e reja nga rregullat e tregtisë dhe taksat, vendosnin monopole mbi tregjet lokale dhe koloniale dhe u jepnin tituj dhe pensione prodhuesve të suksesshëm. Në politikën tregtare qeveria ndihmoi industrinë lokale duke vendosur tarifa, kuota dhe ndalime në importet e mallrave që konkurronin me prodhuesit vendas. Qeveritë gjithashtu ndaluan eksportimin e mjeteve dhe pajisjeve kapitale dhe emigrimin e fuqisë punëtore të kualifikuar që do të lejonte vendet e

huaja, madje edhe kolonitë e vendit të origjinës, të konkurronin në prodhimin e mallrave të prodhuara. Në të njëjtën kohë, diplomatët inkurajuan prodhuesit e huaj për të lëvizur në vendet e vetë diplomatëve¹.

2.2.2 Teoria klasike

Adam Smith vuri theksin në rolin e rritjes së kthimit në shkallë (ekonomitë e shkallës / specializimit). Teori e zhvilluar nga Adam Smith në librin e tij “Pasuria e Kombeve” (1776), Smith argumentoi se ka disa faktorë që mundësojnë rritjen e rritjes ekonomike.

- Roli i tregjeve në përcaktimin e ofertës dhe kërkesës
- Produktiviteti i punës. Smith argumentoi se të ardhurat për frymë përcaktoheshin nga "gjendja e aftësive, dhe gjykimit me të cilin puna zbatohet në çdo komb" (Pasuria e Kombeve)
- Roli i tregtisë në mundësimin e specializimit më të madh.
- Ekonomia e shkallës - p.sh. specializim që shohim në fabrikat moderne dhe ekonomia e shkallës gjatë rritjes së prodhimit

Ricardo dhe Malthus e zhvilluan më tej modelin klasik. Ky model supozoi se ndryshimi teknologjik ishte konstant dhe rritja e inputeve mund të çonte në kthime më të ulta. Kjo çoi në parashikimet e zymta të Malthus - se popullsia do të rritet më shpejt sesa aftësia e botës për të ushqyer veten. Malthus nuk parashikoi kapacitetin e përmirësimeve teknologjike për të rritur rendimentet e ushqimit.

2.2.3 Teoria neo-klasike

¹<https://www.econlib.org/library/Enc/Mercantilism.html>

Rritja e bazuar në faktorët e anës së ofertës siç janë produktiviteti i punës, madhësia e fuqisë punëtore, inputet e faktorëve të prodhimit². Në teorinë neoklasike, e gjithë teoria e rritjes ekonomike është e ndërtuar mbi konceptin e të ardhurave rënëse. Samuelson paraqet «ligjin e të ardhurave rënëse: “Një rritje në disa inpute prodhimi në raport me inputet e tjera fikse, në një gjendje të caktuar të teknologjisë në një ekonomi, do të çojë në rritje të prodhimit total; por pas një pike prodhimi shtesë që rezulton nga të njëjtat shtesa të inputeve ka të ngjarë të çojnë gjithnjë e më pak prodhim. Kjo rënie e kthimit në prodhim vjen si pasojë se cdo burim shtesë që i shtohet ekonomisë ka gjithnjë e më pak inpute me të cilat mundet të punohet”

Në ekonominë moderne dy janë qasjet që shpjegojnë faktorët e të ardhurave rënëse. E para supozon se kapitali fizik mbetet i pandryshuar, sic janë fabrikat dhe ndërtesat, por kapitali njerëzor rritet. Në këtë rast kemi të ardhura rënëse të krahut të punës sepse për çdo njësi shtesë të krahut të punës kemi më pak kapital fizik. Kjo njihet si të ardhura rënëse marginale të punës. Së dyti, supozohet se kapitali njerëzor mbetet i pandryshuar por kapitali fizik rritet. Në këtë rast thuhet se kemi të ardhura rënëse marginale të kapitalit. Në një pikë të caktuar cdo njësi shtesë e kapitalit njerëzor apo e kapitalit fizik sjell të ardhura shtesë mjaftueshëm sa për të mbuluar kostot e veta.

Në teorinë neoklasike janë tre pika kryesore që duhen bërë në lidhje me teorinë e rritjes neoklasike: 1) "mbetja" ose residual në model asnjëherë nuk është shpjeguar; 2) thelbi i teorisë pretendon se "teknologjia" është përgjegjëse për të rritje të qëndrueshme dhe kjo teknologji nuk mund të shpjegohet; dhe 3) supozimi i të ardhurave rënëse vë në pikëpyetje vlefshmërinë e tërë teorisë. Për 40 vjet, shumë ekonomistë janë përpjekur të shpjegojnë "mbetjen" ose residual. Në vitin 1957, duke studiuar 40 vitet e mëparshme të rritjes, Robert

²<https://economicreconstruction.org/sites/economicreconstruction.com/static/JonRynn/NeoclassicalGrowthTheory.pdf>

Solou vlerësoi se "është e mundur të argumentojnë se rreth një e teta e rritjes totale mund të gjendet në rritjen e kapitalit për orë pune të punëtorëve orë dhe shtatë të tetat e mbetura vjen nga ndryshimi teknologjik "(Solou 1957, 316).

Funksioni i prodhimit agregat është elementi kryesor i diskutimeve neoklasike të Rritjes.

Ky funksion ka formën e përgjithshme :

$$Y = F(K,L) = K^\alpha L^{1-\alpha}$$

Ku α është kontributi i kapitalit në prodhim për të gjithë ekonominë, domethënë midis 25% dhe 33%, dhe për këtë arsye $(1 - \alpha)$ është kontributi i punës, midis 75% dhe 67%. K është shuma e kapitalit, zakonisht e matur si vlera në dollarë të fabrikave dhe pajisjeve të një ekonomie, dhe L është sasia e punës, zakonisht llogaritet si orë totale njerëzore e përdorur në një ekonomi gjatë një viti. Y është prodhimi kombëtar, i përcaktuar zakonisht si prodhimi i brendshëm bruto(PBB). Sipas këtij modeli kur K dhe L (kapitali dhe puna) rriten me të njëjtën vlerë (të themi, dyfishuar), atëherë Y do dyfishohet; domethënë ka kthime konstante të shkallës. Problemi i teorisë neoklasike se kapitali dhe krahu i punës kanë të ardhura rënëse nuk mbështet nga të dhënat. Përshembull megjithëse në ekonominë amerikane është shtuar në mënyrë konstante kapital fizik me afërsisht të njëjtën sasi të fuqisë punëtore, prodhimi vazhdon të rritet në të njëjtën nivel sa norma e kapitalit. Të dhënat nuk tregojnë kthim rënës

Tabela 1; Kapitali dhe Prodhimi SHBA

Viti	1930	1940	1950	1960	1970	1980	1985	1990	1995
Kapitali në Miliardë Dollarë	316	361	974	1657	3239	10323	13737	18283	22608
Prodhim në Mld Dollarë	90	100	287	527	1036	2784	4181	5744	7254
Raporti	3.51	3.61	3.39	3.14	3.13	3.71	3.29	3.18	3.12

Sipas Jon Rynn teoria neoklasike nuk mundet të shpjegojë rritjen ekonomike afatgjatë sepse nuk shpjegon dot ndryshimet teknologjike e cila është dhe arsyeja e rritjes ekonomike të shumë prej shteteve më konkurruese sot në botë.³ Dobësia e dytë e modelit neo-klasik të rritjes është se rritja afatgjatë drejtohet tërësisht nga zgjerimi ekzogjen i njohurive, i cili e bën rritjen afatgjatë të papërshkueshme nga veprimet e agjentëve ekonomikë dhe politikat dhe institucionet qeveritare. Ky rezultat ndjek supozimin e kthimit marginal rënës të kapitalit. Nëse një vend rrit nivelin e investimeve, rritja përkohësisht shpejton që kur stoku i kapitalit prodhues zgjerohet. Por si rezultat i kthimit në rënie, përsheptimi i prodhimit ngadalësohet me rritjen e stokut të kapitalit. Ndërkohë, amortizimi i fiksuar stokut të kapitalit rritet proporcionalisht me stokun e kapitalit. Në një moment, prodhimi marginal rritet nga investimet më të larta por përsëri janë të mjaftueshme vetëm për të kompensuar nivelin më të lartë të amortizimit të kapitalit. Nivele të larta të investimeve kanë patur sukses në ngritjen e

³<https://economicreconstruction.org/sites/economicreconstruction.com/static/JonRynn/NeoclassicalGrowthTheory.pdf>

përhershme të nivelit të prodhimit, por jo shkallën e rritjes së tij. I vetmi burimi i rritjes në gjendje të qëndrueshme është rritja ekzogjene e njohurive.

Mangësitë e modelit të rritjes neo-klasike inkurajuan një numër ekonomistësh të shquar për t'iu qasur çështjes së rritjes nga një perspektivë e re në vitet 1980. Në modelet e "endogjenit", siç sugjeron emri, rritja afatgjatë e drejtuar nga njohuritë është rezultati i veprimeve të aktorëve të ndryshëm në ekonomi.

2.2.4 Teoritë e rritjes endogjene

Shkalla e rritjes ekonomike ndikohet fuqimisht nga kapitali njerëzor dhe shkalla e inovacionit teknologjik. Teoria e rritjes endogjene u krijua së pari për shkak të mangësive dhe pakënaqësive në idenë se si faktorët ekzogjenë përcaktuan rritjen ekonomike afatgjatë në teorinë neoklasike. Në veçanti, teoria u krijua për të hedhur poshtë modelet e rritjes ekzogjene neoklasike, pasi bëri parashikime në lidhje me rritjen ekonomike pa marrë parasysh ndryshimet teknologjike. Teoria e rritjes endogjene sfidon një ide të tillë duke i dhënë rëndësi rolit të përparimeve teknologjike. Meqenëse rritja ekonomike afatgjatë rrjedh nga shkalla e rritjes së prodhimit ekonomik për punëtor, kjo do të varet nga nivelet e produktivitetit. Nga ana tjetër, produktiviteti do të varet nga progresi i ndryshimit teknologjik, i cili mbështetet te inovacioni dhe kapitali njerëzor; këta faktorë konsiderohen se janë të brendshëm për një ekonomi, jo të jashtëm.

Vitet 1990 ishin të frytshme në zhvillimin e modeleve teorike të afta për të identifikuar shkaqet e rritjes ekonomike. Sidoqoftë, larmia e modeleve shpjeguese të zhvilluara nën supozime të ndryshme kishin një tipar të përbashkët: ekzistenca e inputeve produktive siç janë teknologjia dhe kapitali njerëzor, të cilat, nën supozimin e kthimeve jo-rënëse të

shkallës, sigurojnë rritjen ekonomike afatgjatë. Më konkretisht, modelet e rritjes endogjene të gjeneratës së parë treguan që rritja e qëndrueshme e këtyre inputeve duhet të përshpejtojë Faktorin Total të Prodhimit dhe rritjen e prodhimit për frymë.

Përfshirja e "ideve" në shpjegimin e rritjes, siç shprehet Jones (2005), rezultoi në ndryshimin e supozimeve themelore: Ndryshe nga inputet tradicionale, idetë janë një input jo-rival, i cili nënkupton ekzistencën e kthimeve në rritje në shkallë në prodhimin e mallrave përfundimtare dhe, prandaj, nevoja për të krijuar modele ekonomike të konkurrencës joperfekte. Lidhja logjike midis mungesës së rivalitetit dhe kthimit në rritje të shkallës bëri që studimi i të ashtuquajturit "efekti i shkallës" në modelet e rritjes të jetë fokusi i shumë përpjekjeve kërkimore në vitet e fundit. Në modelet e rritjes endogjene Romer (1990), Grossman dhe Helpman (1991) dhe Aghion dhe Houitt (1992) – supozuan se kthimi konstant të shkallës në sektorin R&D (kërkim dhe zhvillim) nënkuptonte ekzistencën e të ashtuquajturës efekti i shkallës "në formën e tij" të fortë ": ritmi afatgjatë i rritjes së FTP (faktori total i prodhimit) dhe, për këtë arsye, niveli afatgjatë i rritjes së prodhimit për frymë ishin funksionet rritëse të zgjerimit të stokut të njohurive. Në planin afatgjatë, do të mjaftojë të rritet niveli i burimeve kushtuar R&D në mënyrë që të rritet shkalla e rritjes së FTP.

Teoritë e reja të rritjes parashikojnë që teknologjia është endogjene sepse mbështetet në vendimin për të investuar në kërkim dhe zhvillim dhe përhapje të dijes (Bassanini & Scarpetta, 2001). Teoritë e rritjes endogjene parashikojnë rritje të kthimit në shkallë në teknologji, e cila përkthehet në rritje afatgjatë të bazuar në njohuri (Cortright, 2001). Duke lehtësuar hipotezën e kursimeve ekzogjene dhe formimin e kapitalit të Soloë (1956), këto teori lejojnë politikën publike dhe faktorët institucionalë të formësojnë rritjen ekonomike (Bassanini & Scarpetta, 2001). Në dokumentin e tij të punës, Barro (1996) argumentoi se ndryshimet në ritmet e rritjes janë rezultat i ndryshimeve në prirjen për të kursyer, aksesin në teknologji dhe politikat qeveritare. Qeveritë që caktojnë shpenzime të rritura për të lehtësuar

shtrembërimet e tregut, forcimin e të drejtave të pronës, ofrimin e shërbimeve infrastrukturore dhe sigurimin e tregjeve më të mira financiare gjenerojnë efikasitete që përkthehen në rritje. Idoqoftë, teoritë e rritjes endogjene duhet të mbështeten nga literatura empirike (Barro, 1996).

TEORIA AK

Versioni i parë i teorisë së rritjes endogjene ishte teoria AK, e cila bën dallim të qartë midis akumulimit të kapitalit dhe përparimit teknologjik. Në fakt Harrod (1939) dhe Domar (1946) grumbulluan së bashku kapitalin fizik dhe njerëzor ku akumulimi studiohet në bazë të teorisë neoklasike ku kapitali intelektual grumbullohet kur ndodhin risi. Një version i hershëm i teorisë AK u prodhua nga Frankel (1962), i cili argumentoi se prodhimi i përgjithshëm mund të shfaqë një produkt marginal konstant të kapitalit apo edhe në rritje. Kjo sepse, kur firmat grumbullojnë më shumë kapital, një pjesë e kapitalit të shtuar do të jetë kapitali intelektual që krijon progres teknologjik, dhe ky progres teknologjik do të kompensojë prirjen për produktin marginal të kapitalit të zvogëlohet.

Supozimet në Teorinë e Rritjes Endogjene

- Ekonomistët që besojnë në këtë teori theksojnë nevojën që qeveria të sigurojë stimuj dhe subvencione për bizneset në sektorin privat. Ajo i motivon bizneset të investojnë në kërkim dhe zhvillim në mënyrë që ata të mund të vazhdojnë të nxisin inovacionin.
- Ka kthime në rritje të shkallës duke investuar në kapital njerëzor përmes programeve arsimore ose trajnuese. Bërja e kësaj mund të përmirësojë cilësinë e punës, e cila rrit produktivitetin.
- Qeveria duhet të miratojë politika që ndihmojnë sipërmarrësit, gjë që krijon biznese të reja dhe vende të reja pune.

- Investimet duhet të bëhen gjithashtu për të përmirësuar infrastrukturën dhe proceset e prodhimit në mënyrë që të arrihet risi në prodhim.
- Të drejtat e pronësisë intelektuale, të tilla si të drejtat e autorit dhe patentat, janë nxitje për bizneset për të zgjeruar veprimtarinë e tyre.

Ana e kërkesës Keynesiane - Keynes argumentoi se kërkesa agregate mund të luante një rol në ndikimin në rritjen ekonomike në periudhën afatshkurtër dhe afatmesme. Megjithëse shumica e teorive të rritjes injorojnë rolin e kërkesës agregate, disa ekonomistë argumentojnë se recesionet mund të shkaktojnë efekte të panikut në konsum dhe rritje të ulët ekonomike afatgjatë.

2.3 Aplikimi i Teorisë Endogjene

Bazuar në teorinë Kejnsoniane si dhe teorinë e rritjes ekonomike endogjene duket sikur qeveria ka një rol të rëndësishëm në politikat e saj për të gjeneruar rritje ekonomike afatgjatë. Sipas teorisë endogjene politikat publike dhe për rrjedhojë borxhi publik janë të rëndësishme për investim në ekonomi. Por pavarisht kësaj, teori të tjera me ideologji liberale thonë se shteti nuk mundet të rritet përtej një pike e të mos ketë efekte negative në rritjen ekonomike. Kjo dilemë mes gjetjeve të rritjes ekonomike endogjene dhe qasjes liberale të tregut të lirë janë nëqendër të debatit të politikave ekonomike anembanë botës.

2.3.1 Madhësia e Shpenzimeve Qeveritare

Megjithëse duket se ka një marrëdhënie negative midis madhësisë së qeverisë dhe rritjes ekonomike ku teori të tilla si Barro (1990) ose Dar dhe Amir Khalkhali (2002), parashikojnë

që efekti negativ duhet të pritët në vendet ku madhësia e sektorit qeveritar tejkalon një prag të caktuar. Fakti që ekziston një marrëdhënie komplekse dhe jolineare midis shpenzimeve të qeverisë dhe rritjes ka qenë në mënyrë empirike e verifikuar në modelet endogjene të rritjes. Për shembull, Barro (1990) vuri në dukje se madhësia e qeverisë ka dy efekte në ritmin e rritjes. Sipas tij, një rritje e taksave zvogëlon normën e rritjes ekonomike përmes efekteve jonxitëse, por një rritje e shpenzimeve qeveritare ngre produktivitetin marginal të kapitalit, i cili ngre normën e rritjes. Ai argumenton se forca e dytë dominon kur qeveria është e vogël, dhe forca e parë dominon kur qeveria është e madhe. Si pasojë, efekti i rritjes së shpenzimeve qeveritare në rritjen ekonomike duhet të jetë e ndryshme dhe duhet të ekzistojë një madhësi optimale e qeverisjes. Ai e tregoi se shërbimet qeveritare sigurohen "në mënyrë optimale" kur produkti i tyre marginal është i barabartë me një (i ashtuquajtur i rregull Barro).

Nocioni i ekzistencës së marrëdhënies sistematike jo-lineare midis shpenzimeve qeveritare dhe rritjes ekonomike është riformuluar në disa studime të tjera. Për shembull, Heitger (2001) vlerëson se rritja e madhësisë së qeverisë që vjen nga rritja e konsumit çon në kufizim të rritjes, ndërsa një qeveri e cila çon në rritje të investimeve duhet të jenë pozitive në efektin e tyre në rritje ekonomike. Hipoteza e tij kryesore është se shpenzimet e qeverisë për të mirat themelore publike (të tilla si për shtetin e së drejtës, siguria e brendshme dhe e jashtme, etj.) kanë një ndikim pozitiv në rritjen ekonomike. Por ky ndikim pozitiv i qeverisë tenton të bjerë ose edhe të kthehet nëse qeveria rrit më tej shpenzimet në një mënyrë që siguron edhe mallra private. Ai thekson se dy arsye të rëndësishme për ndikimi negativ i shpenzimeve të tepruara të qeverisë në rritjen ekonomike janë fakti se taksat e nevojshme që duhen në të ardhmen zvogëlojnë stimujt për të punuar e investuar.

Por po ashtu studime të tjera tregojnë se madhësia e shtetit dhe ndikimi i saj në ekonomi varet nga niveli i zhvillimit të atij shteti. Yavas (1998) argumenton se në vendet e pazhvilluara një pjesë e konsiderueshme e shpenzimeve të qeverisë drejtohen në ndërtimin e infrastrukturës së

ekonomisë dhe ky lloj shpenzimi qeveritar do të ketë një efekt stimulues në sektorin prodhues privat. Në të kundërt, vendet e zhvilluara tashmë kanë shumicën e infrastrukturës së tyre të ndërtuara dhe një pjesë e madhe e shpenzimeve të tyre qeveritare janë në programe të mirëqenies dhe shërbime sociale. Prandaj, efekti pozitiv në shpenzimet për këto programe në prodhimin privat nuk do të jetë aq i madh sa i shpenzimeve për infrastrukturën në vendet e pazhvilluara. Nocioni i madhësisë optimale të qeverisë është popullarizuar nga Armeij (1995), i cili zhvilloi të ashtuquajturën Kurba Armeij. Ai argumenton se mosekzistenca e qeverisë çon në një shtet të anarkisë dhe niveleve të ulta të prodhimit për frymë, sepse nuk ka shtet të së drejtës, dhe mungon mbrojtja e të drejtave të pronësisë. Si pasojë, ka pak nxitje për të kursyer dhe investuar, sepse ekziston kërcënimi i shpronësimit. Në mënyrë të ngjashme, ku të gjitha vendimet për hyrjen dhe daljen në treg merren nga qeveria, prodhimi për frymë është gjithashtu i ulët. Sidoqoftë, atje ku ka një përzierje të vendimmarrjes private dhe publike në alokimin e burimeve të ekonomisë, prodhimi duhet të jetë më i madh. Në përputhje me rrethanat, tiparet e rritjes së prodhimit të qeverisë duhet të mbizotërojnë kur qeveria është shumë e vogël, dhe zgjerimet në madhësinë qeveritare duhet të shoqërohen me zgjerimet në prodhim. Sidoqoftë, në një moment aftësia e qeverisë për të cuar në rritje ekonomike zvogëlohen dhe zgjerimi i mëtejshëm i qeverisë nuk duhet të çojë më në zgjerimin e prodhimit. Kështu, teksa shpenzimet qeveritare rriten, projektet shtesë të financuara nga qeveria bëhen gjithnjë e më pak produktive dhe taksat dhe huazimet e mbledhura për të financuar qeverinë imponojnë ngarkesa të tjera financiare për popullatën.

Chao dhe Grubel (1998) theksojnë se ligji i kthimit në rënie të shpenzimeve shtesë të qeverisë ekziston dhe tërheqja shtesë e burimeve nga sektori privat gjithnjë e më shumë ndodh kur rriten kostot e projekteve qeveritare. Përveç kësaj, në mënyrë që të mbledhë të ardhura e të financojnë shpenzimet qeveritare, duhet të vendosen taksat, të cilat ulin stimuj për sektorin privat për të punuar, kursyer, investuar dhe për të marrë rreziqe. Sidoqoftë, një pjesë e

shpenzimeve qeveritare gjithashtu mund të kenë efekte inkurajuese nëse ulin rrezikun të bërit biznes në një ekonomi. Ka pasur disa përpjekje për të përcaktuar nivelin e shpenzimeve qeveritare në të cilat norma e rritjes ekonomike është optimale. Për shembull, Vedder dhe Gallaëay (1998) vlerësuan se madhësia optimale e shpenzimeve të qeverisë federale bazuar në Kurbën Armey në Shtetet e Bashkuara në periudhën 1947-1997 ishte 17.45 përqind e prodhimit të përgjithshëm bruto, që do të thotë se shpenzimet federale prej rreth 22 përqind në fillim të viteve 1990 ishte afërsisht 20 përqind më e madhe nga këndvështrimi i optimizmit të rritjes. Përveç kësaj, Chao dhe Gruber (1998) vlerësuan se në periudhën 1929-1996 madhësia optimale e qeverisë së shpenzimeve në Kanada ishin rreth 27 përqind, që është rreth 20 pikë përqindje më pak se sa shpenzimet aktuale të qeverisë në vitin 1996. Në një kontekst disi të ndryshëm, duke shqyrtuar treguesit socio-ekonomikë, Tanzi dhe Schuknecht (1998) dhe Afonso, Schuknecht dhe Tanzi (2003) sugjerojnë që shpenzimet e qeverisë së përgjithshme që tejkalojnë 30 përqind të prodhimit kombëtar të zvogëlojnë rritjen ekonomike dhe nuk prodhon praktikisht asnjë përmirësim shtesë në masat të mirëqenies sociale. Po ashtu studime të tjera tregojnë se në 12 shtete Europiane madhësia optimale e shpenzimeve qeveritare duhet të bjerë me të paktën 19 deri në 30% të PBB-së.

2.3.2 Borxhi Publik dhe Modeli Endogjen

Një qasje në teorinë endogjene thotë se një rritje e qëndrueshme e të ardhurave për frymë rezulton nga investimi i vazhdueshëm në kapital publik i cili rrit stimulimin e investitorëve për të krijuar një stok të kapitalit privat. Por që pas krizës financiare të vitit 2008-09 dhe pas krizës ekonomike të krijuar post Covid-19 shumë shtete hasin sfidat e borxhit publik të rritur.

Në këtë kuptim një pyetje e rëndësishme që ngrenë ekonomistët i referohet pasojave ekonomike të një regjimi të borxhit publik të lartë dhe potencialisht të vazhdueshëm. Ndërsa

niveli i rritjes ekonomike ka të ngjarë të ketë një ndikim linear negativ në uljen e borxhit publik në raport me PBB-në, nivelet e larta të borxhit publik kanë po ashtu të ngjarë të jenë të dëmshme për rritjen ekonomike, por potencialisht pasi të jetë arritur një prag i caktuar. Nga perspektiva e politikave, një ndikim negativ i borxhit publik në rritjen ekonomike forcon argumentet për uljen ambicioze të borxhit përmes konsolidimit fiskal. Literatura, në veçanti pjesa empirike, mbi marrëdhëniet midis borxhit të qeverisë dhe rritjes ekonomike është e pakët.

Literatura teorike mbi marrëdhëniet midis borxhit publik dhe rritjes ekonomike tenton të tregojë për një marrëdhënie negative. Modelet e rritjes ekonomike me prezencë të një borxhi të lartë priren të shfaqin një marrëdhënie negative midis borxhit publik dhe rritjes ekonomike, veçanërisht në një mjedis neoklasik. Modigliani (1961), duke përpunuar kontributet e Buchanan (1958) dhe Meade (1958), argumentoi se borxhi kombëtar është një barrë për brezat e ardhshëm, e cila vjen në formën e një uljeje fluksi i të ardhurave nga një stok më i ulët i kapitalit privat. Ai gjithashtu vuri në dukje ndikimin në normat e interesit afatgjata, ndoshta në forma jo-lineare “nëse operacioni i qeverisë është me përmasa të konsiderueshme, norma interesit afatgjata mund të rriten ndjeshëm meqenëse ulja e kapitalit privat do të priret të rrisë prodhimin marginal ”(f. 739). Edhe kur borxhi kombëtar gjenerohet si një politikë kundër-ciklike ai thotë se dhe “përkundër politikës monetare lehtësuese me të gjithë normat e interesit të reduktuara në nivelin më të ulët të mundshëm ”(f. 753), rritja e borxhit nuk është me kosto zero dhe kjo kosto kalon në brezat e ardhshëm pavarësisht se janë të favorshëm për brezin aktual.

Një kanal i rëndësishëm përmes të cilit akumulimi i borxhit publik mund të ndikojë në rritjen ekonomike është ai i normave afatgjata të interesit. Norma më të larta afatgjata interesi, që vijnë si pasojë e financimit të borxhit të qeverisë, mundet të shtrëngoje investimet private, duke zbehur kështu potencialin e rritjes së prodhimit. Në të vërtetë, nëse nevojat më të larta të

financimit publik shtojnë stokun e borxhit sovran, kjo do të mund të shkaktojë një fluks neto të shtuar të fondeve nga sektori privat në sektorin publik. Kjo mund të çojë në një rritje të normave të interesit privat dhe një ulje të shpenzimeve private si nga familjet ashtu edhe nga firmat (shih Elmendorf dhe Mankiu, 1999). Ndërsa gjetjet empirike mbi marrëdhëniet midis borxhit publik dhe normave afatgjata të interesit janë të larmishme, një numër i konsiderueshëm i studimeve të fundit sugjerojnë që borxhi dhe deficitet e larta mund të kontribuojnë në rritjen e normave të interesit sovran afatgjatë dhe diferencën e yield-eve. Sipas Krugman, tejkalimi i borxhit të jashtëm ndikon në rritjen ekonomike përmes uljes së investimeve private, pasi investitorët vendas dhe të huaj janë më pak të gatshëm të furnizojnë më tej me kapital në shtet.

Pattillo etj. (2002) përdorin një grup prej 93 vendesh në zhvillim gjatë viteve 1969-1998 dhe zbulojnë se ndikimi i borxhit të jashtëm në rritjen e PBB-së për frymë është negativ për vlerën aktuale neto të borxhit mbi 35-40% të PBB-së. Clements (2003) heton të njëjtën marrëdhënie për një panel prej 55 vendesh me të ardhura të ulëta gjatë periudhës 1970-1999 dhe të zbulon se pika e kthesës në vlerën aktuale neto të borxhit të jashtëm është rreth 20-25% e PBB-së.

Kjo analizë gjen prova për një ndikim jo-linear të borxhit publik në rritjen e PBB-së për frymë në dymbëdhjetë vende të zonës së euros për një periudhë të gjatë kohore duke filluar nga viti 1970. Ajo zbulon a marrëdhënia konkave (formë e përmbysur U) midis normës së borxhit publik dhe rritjes ekonomike ka pikën e kthimit të borxhit në rreth 90-100% të PBB-së. Kjo do të thotë që një Raporti i borxhit publik më i lartë ndaj PBB-së shoqërohet, mesatarisht, me ritme më të ulëta të rritjes afatgjatë në nivelet e borxhit mbi intervalin prej 90-100% të PBB-së. Perspektiva afatgjatë përforcohet nga evidencë e një ndikimi të ngjashëm të borxhit publik në potencialin / trendin e rritjes së PBB-së (Checherita, 2010).

Literatura ekonomike që trajton efektet makroekonomike të borxhit të qeverisë është e ndarë në dy linja kryesore të mendimit: teoria e neutralitetit të borxhit dhe të teoria konvencionale (Elmendorf & Mankië, 1999). Teoria e neutralitetit të borxhit është e bazuar në ekuivalencën Rikardiane sipas të cilit, borxhi publik nuk ka efekt afatgjatë mbi kërkesën agregate (Modigliani, 1961). Nëse rritet borxhi sot, individët e dinë se në të ardhmen taksat do të duhet të rriten në mënyrë që të shërbehet borxhi më i lartë, prandaj dhe ata kursejnë më shumë sot në mënyrë që të paguajnë taksat e shtuara në të ardhmen. Prandaj dhe nuk konsumojnë, por kursejnë më shumë. Ideja që borxhi shihet si një zhvendosje e barrës tatimore tek brezat e ardhshëm mbështetet gjithashtu nga Barro (1979), i cili përjashton efektet e borxhit publik në planin afatgjatë.

Reinhart dhe Rogoff (2010) tregojnë se ekziston një korrelacion negativ midis borxhit publik dhe rritjes ekonomike, por ky korrelacion negativ nuk është i dukshëm, jo derisa borxhi publik të kalojë sa 90% e PBB-së. Herndon, Ash dhe Pollin (2013) zbuluan dhe theksuan disa gabime në llogaritjen e rritjes mesatare ekonomike nga Reinhart dhe Rogoff, duke ngritur shumë pyetje në lidhje me rezultatet e ekonomistëve të Harvardit, veçanërisht për kufirin maksimal të borxhit prej 90%. Sipas këtij të fundit edhe pse ka pasur disa gabime në materialin që kanë përdorur në studimet e tyre, metoda e tyre për llogaritjen e rritjes mesatare ekonomike është e saktë. Panizza dhe Prebsbitero (2013) në studimin e tyre të marrëdhënies së rritjes së borxhit në ekonomitë e zhvilluara konkluduan se ekziston shkakësia (jo e verifikueshme në të gjitha rastet) dhe heterogjeniteti. Sipas tyre, ky korrelacion është në vlerat: një rritje me 30 pikë përqindje e borxhit shoqërohet me një rënie prej 0.5 pikë përqindje të rritjes ekonomike.

Sipas një studimi të vitit 2014, Panizza Presbítero, borxhi publik ka efekte negative rastësore në rritjen ekonomike dhe këto efekte janë të njëjta si për një vend si Greqia ashtu edhe për një vend si Japonia. Egert (2012) përdori metodën e Reinhart dhe Rogoff dhe arriti në

përfundimin se nuk ka saktësi në llogaritje duke qënë se kufiri i vendosur mbi borxhin tregon një nivel shumë të lartë ndjeshmërie kur përballet me ndryshime të vogla në vende të ndryshme. Autorë të ndryshëm përmes verifikimeve të ndryshme empirike kanë arritur në përfundimin se si në vendet e zhvilluara ashtu edhe në vendet në zhvillim, nivelet e larta të borxhit kanë efekte negative në rritjen ekonomike (Pattillo et al., 2002). Sidoqoftë, nuk ka pasur ndonjë studim empirik për të vërtetuar një tavan se sa duhet të jetë niveli i borxhit. FMN-ja për vendet në zhvillim ka menduar se borxhi publik optimal duhet të jetë sa 45% e PBB-së, ndërsa maksimumi 60%. Në gjashtë vitet e fundit në Shqipëri, borxhi publik ka shkuar nga 59.4% në 82%, duke tejkaluar nivelin e tij maksimal, dhe në të njëjtën kohë rritja mesatare ekonomike ka shkuar në 2.7%.

Po ashtu në një studim të publikuar në vitin 2020 Del Monte analizon implikimet makroekonomike të korrupsionit duke hetuar ndikimin e tij në borxhin publik. Duke përdorur një panel të vendeve të OECD-së gjatë periudhës 1995-2015, ata dëshmojnë se korrupsioni rrit borxhin publik dhe se ky efekt është i pavarur nga madhësia e shpenzimeve qeveritare. Vlerësimet e këtij studimi sugjerojnë që nëse korrupsioni përgjysmohej, borxhi publik do të ulej me 2% në afat të shkurtër. Duke parë vendet e karakterizuara nga nivele të larta të korrupsionit dhe borxhit publik, të tilla si Greqia dhe Italia, ata zbulojmë se efekti i dëmshëm i korrupsionit në borxhin publik është gjithashtu i pranishëm në planin afatgjatë. Këto zbulime kanë implikime të rëndësishme për politikëbërësit, pasi ato sugjerojnë që kontrolli i përmirësuar i korrupsionit është një instrument i mundshëm për frenimin e borxhit publik në ekonomitë e përparuara dhe në zhvillim. Duke parë mardhënien negative që ka borxhi publik dhe korrupsioni si faktor i nxitjes së rritjes së borxhit publik është e domosdoshme që vende në zhvillim si Shqipëria të shohin iniciativat e zhvillimit të tregut të kapitalit sipërmarrës si mundësi e rritjes ekonomike dhe uljes së korrupsionit nëpërmjet ideve inovatore të ofrimit të shërbimeve publike në periudhën afatgjatë.

2.3.4.Polemika Keynesiane dhe borxhi publik

Në një studim të publikuar nga Heritage Foundation mbi debatin e nivelit të borxhit publik dhe rritjes ekonomike arrin në përfundimin se ai ndikon negativisht në rritjen ekonomike. Ky studim kthen nëvëmendje gjithashtu dhe polemiken Keynesiane ku rënia ekonomike afatshkurtër shfrytëzohet nga qeveritarët për të nxitur rritjen nëpërmjet deficiteve më të larta buxhetore e borxheve më të mëdha. Ky studim shpreh se çdo politikan që është në pushtet do të përdorë instrumentin e borxhit për nxitje afatshkurtër të ekonomisë dhe kërkesës agregate por që në fund përfundon në rritje të inflacionit e për rrjedhojë dhe të rritjes së normave të interesit. Duke qenë se ekonomia varet nga norma e interesit për të kryer investimeve atëherë në periudhën afatgjatë do borxh i marrëçon në “largimin e sektorit privat nga ekonomia”. (Mitchell, 2005)

Ekonomiksi i shpenzimeve qeveritare nuk është i kufizuar vetëm në analizën kosto-përfitim por shtohet dhe mbi debatin Keynesian. Në 1930, John Maynard Keynes argumentoi se shpenzimet qeveritare - veçanërisht rritjet në shpenzimet qeveritare – ndihmon rritjen ekonomike duke injektuar fuqi blerëse në ekonomi. Sipas Keynes, qeveria mund të ndryshojë rëniet ekonomike duke huazuar para nga sektori privat dhe më pas kthimin e parave në sektorin privat përmes programeve të ndryshme të shpenzimeve.

Ky koncept i "mbushjes së pompës" nuk do të thoshte domosdoshmërisht se qeveria duhet të jetë e madhe. Në vend të kësaj, Teoria Keynesiane pohoi se shpenzimet qeveritare - veçanërisht shpenzimet e deficitit - mund të siguronin stimul afatshkurtër për të ndihmuar në përfundimin e një recesioni ose depresioni. Keynesianistët madje argumentuan që politikëbërësit duhet të jenë të përgatitur për të zvogëluar shpenzimet qeveritare sapo të rimëkëmbet ekonomia për të parandaluar inflacionin, të cilin ata besonin se do të rezultonte

nga rritja e tepërt ekonomike. Ata madje postuluan se kishte një marrëdhënie midis inflacionit dhe papunësisë (Kurba Phillips) dhe që zyrtarët qeveritarë duhet të ndryshojnë kurs në varsi të situatës ekonomike.

Ekonomia Keynesiane kishte shumë ndikim për disa dekada dhe dominoi politikën publike nga vitet 1930 – 1970. Teoria ka që atëherë ra në preferencat e politikës publike, por gjithsesi ndikon në diskutimet politike, veçanërisht nëse janë apo jo ndryshimet në shpenzimet qeveritare me efekte kalimtare ekonomike. Për shembull, disa ligjvënës përdornin analizën Keynesiane për të argumentuar se nivele më të larta ose më të ulëta të shpenzimeve qeveritare do të stimulojnë ose zbehin rritjen ekonomike.

Deri në vitet 1970, disa ekonomistë besuan që shpenzimet qeveritare - veçanërisht rritjet e financuara nga borxhet në shpenzimet qeveritare - conte në rritje ekonomike duke "injektuar" fuqi blerëse në ekonomi, gjoja duke vendosur para në xhepat e njerëzve. Sipas teorisë Keynesiane , njerëzit atëherë do të shpenzonin paratë, duke çuar në nxitje të rritjes ekonomike. Politikanët kuptohet që i pëlqente Keynesianismi sepse siguroi një arsytim për shpenzimin e më shumë parave (Lacey,1981). Disa studiues madje vlerësuan se nivele më të larta të qeverisjes shoqëroreshin me nivele më të larta të prodhimit ekonomik, por studimet e tyre shpesh përmbajnë metodologji me gabime të rënda. Analiza më të sofistikuar e shmangin problemin ekonometrik të matjes dhe konstatojnë se shpenzimet qeveritare nuk stimulojnë rritjen. Në terma të thjeshtë, teoria kejnësiane anashkalon faktin që qeveria nuk ka një burim magjik parash. Qeveria nuk mund të injektojë para në ekonomi pa e nxjerrë më parë nga ekonomia përmes taksave ose huazimeve (Hansson,2002).

2.5 Korrupsioni dhe Modeli Endgjen

Shpenzimet e larta kapitale favorizohen nga ekonomistët dhe politikanët për efektet e tyre përfituese në rritjen ekonomike. Sidoqoftë, ekzistojnë studime empirike që tregojnë se nivele të larta të investimeve publike shoqërohen me rritje të ulët ekonomike për shkak të korrupsionit. Literatura e shqyrtuar më sipër mbi impaktin e borxhit në rritjen ekonomike injoron efektin e korrupsionit në investimet publike, i cili eksplorohet kryesisht në studime empirike. Për shembull, Tanzi dhe Davoodi (1997) pohojnë se qeveritë e korruptuara zgjedhin nivele të larta të investimeve publike si pjesë e të ardhurave totale. Ata pretendojnë se korrupsioni politik shpesh lidhet me projekte të mëdha infrastrukturore. Kjo sepse vendimet në lidhje me buxhetin dhe përbërjen e kapitalit janë shumë diskrete dhe i le dorë të lirë politikanëve. Mungesa e konkurrencës në ndërmarrjen e projekteve të mëdha infrastrukturore dhe vështirësinë në vlerësimin e kostos dhe vlerës reale të këtyre projekteve i bëjnë ato të përshtatshme për korrupsion. Autorët gjithashtu argumentojnë se korrupsioni zvogëlon produktivitetin e kapitalit publik. Në mënyrë të ngjashme, Keefer dhe Knack (2007) tregojnë se nivelet e regjistruara të investimeve publike janë më të larta në vendet e korruptuara.

Mekanizmi ekonomik i sugjeruar nga modeli i Sigme (2008) është se një qeveri me interesa vetjake siguron një nivel jo të efektshëm të kapitalit publik, i cili zvogëlon produktivitetin e investimeve publike dhe siguron hapësirë për shpenzime korruptive nga qeveria. Nivelet e ulëta të kapitalit publik (raporti i lartë i kapitalit publik ndaj privat) rrit produktivitetin e investimeve private. Sidoqoftë, taksa më të larta vijnë me nivele më të larta të kapitalit publik dhe ulin rritjen ekonomike. Modeli parashikon që korrupsioni vjen si raport i lartë i kapitalit publik ndaj privat, investime publike të larta (që përfshijn shpenzime të korruptuara), nivele të larta taksash, investime të ulta private dhe ekonomi me rritje të ulët.

Literatura bashkohet në një ide të përbashkët, e cila argumenton se një rritje e vazhdueshme e borxhit publik zvogëlon rritjen ekonomike. (Reinhart & Rogoff, 2010; Panizza & Presbitero, 2014; Pattillo et al., 2002). Rubin et al., (2004) tregojnë se borxhi publik jo vetëm që ndikon drejtpërdrejt në rënien ekonomike, por ai gjithashtu ndikon investitorët duke i bërë ata më të kujdesshëm, sepse një shtet me një borxh të lartë publik nuk mund të jetë në gjendje për të shlyer borxhet ndaj kreditorëve. Si pasojë, do të ketë një mungesë investitorësh për shkak të këtij borxhi, i cili do të shkaktojë paqëndrueshmëri në tregun financiar. Vendet në zhvillim si Ballkani duhet të jenë të kujdesshëm në lidhje me rritjen e vazhdueshme të borxhit publik, sepse jo vetëm që nuk do të ndikojë në rritjen ekonomike, por gjithashtu do të rezultojë joefikas për objektivat e zhvillimit (Chuhan & Thomas, 2007).

Rreziku është më i lartë kur politikat publike përdoren për investime të mëdha në infrastrukturë për të stimuluar rritjen. Kjo inkurajon sjellje korruptive, e cila zgjerohet lehtësisht si një grup (Tirole, 1996). Korrupsioni i shtrirë ka efekte negative në koston dhe cilësinë e investimeve dhe mbështet shmangiet në pagesat fiskale dhe rritjen e një ekonomie informale (Friedman et al., 2000; Kaufmann, 2010). Sipas Skidmore (1996) një nga format e shumta që korrupsioni bëhet i pranishëm është përmes nepotizmit në administratën shtetërore.

Friedman etj. (2000) demonstroi se korrupsioni shoqërohet nga një rritje e aktiviteteve joformale dhe joefikasitetit në mbledhjen e taksave, duke ulur kështu, të ardhurat fiskale, për shkak të evazionit fiskal. Zakonisht janë qeveritë më pak të korruptuara ato që tentojnë të mbajnë një presion të lartë fiskal. Johnson etj. (1997) thotë se evazioni fiskal zvogëlon të ardhurat fiskale të cilat shoqërohen nga një kapacitet më i ulët i qeverisë për të siguruar të mira dhe shërbime publike. Dreher & Schneider (2010) zbulojnë në studimin e tyre se nuk ka asnjë lidhje të mirë vendosur ndërmjet korrupsionit dhe ekonomisë informale. Ata konfirmojnë se korrupsioni dhe ekonomia informale verifikohen disi në vende me të ardhura të ulëta, ndërsa në vende me të ardhura të larta nuk vërtetohet se ekziston një marrëdhënie e

tillë. Sipas autorëve të lartpërmendur, zgjerimi i ekonomisë informale në vendet në zhvillim kontribuon pozitivisht në rritjen e PBB-së.

Kaufmann (2010), thotë se politikanët priren të stimulojnë investime të mëdha në infrastrukturë. Kjo arrihet me një rritje të shpenzimeve publike dhe rritje të borxhit. Ai demonstroi se korrupsioni sjell një rritje të stokut të borxhit dhe si pasojë rrit kostot për ripagimin e borxhit në të ardhmen. E gjithë kjo shpesh mund të çojë në një rreth vicioz korrupsioni dhe borxhi publik. Për të kuptuar ndikimin që kanë aspektet që lidhen me cilësinë e qeverisjes (korrupsionin) mbi rritjen ekonomike, po i referohemi një studimi të Tirole (1996) i cili hulumton implikimet e ndërveprimit midis reputacionit të një grupi dhe anëtarëve të tij. Individët që i përkasin një grupi me reputacion të keq si të korrumpuar, do të kenë një nxitje të fortë për t'u korrumpuar gjithashtu. Kjo e përjetëson korrupsionin si grup. Zgjerimi i korrupsionit jo vetëm që rrit kostot e investimeve dhe ul cilësinë e tyre por ai gjithashtu shkakton shtrembërim të pagesave fiskale dhe një rritje të ekonomisë informale (Friedman et al., 2000).

Kjo krijon një situatë ku investimet nuk inkurajohen, IHD-të zvogëlohen (Abed & Davoodi 2002), fondet e përdorura për arsim dhe shëndetësi kufizohen (Mauro, 1998), rishpërndarja e të ardhurave përkeqësohet (Olken, 2006), produktiviteti është i ulët (Lambdsdorff & Kyklos, 2003), rritja ekonomike dobësohet, shpenzimet publike rriten dhe rrjedhimisht stimulohet një përdorim më i lartë i borxhit publik (Tanzi & Davoodi, 2002). Gjatë gjithë tranzicionit ekonomik, Shqipëria ka pasur një traditë të përdorimit të politikave publike për stimulimin e rritjes ekonomike dhe kohezionit shoqëror. Këto politika përgjithësisht janë bazuar në alokimin e fondeve të mëdha të investimeve në infrastrukturë. Megjithatë, për shkak të mungesës së ligjeve, mungesës së procedurave, administratës së pakualifikuar dhe rritjes së korrupsionit, këto fonde nuk kanë qenë gjithmonë efikase në rritjen e normës së

rritjes ekonomike dhe zhvillimin e vendit në nivelin e kërkuar. Një situatë e ngjashme mund të vërehet midis vendeve të tjera të Ballkanit.

Konkluzioni është se pikërisht ky nexus midis korrupsion-borxh-rritje na shtyn në kërkimin e rrugëve alternative të përmirësimit të këtij ekuilibri, ku një alternativë mbetet zhvillimi i kapitalit sipërmarrës si nxitës i ekonomisë së re e cila gjeneron rritje ekonomike dhe punësim të kualifikuar.

Në studimin e Fiorino et.al (2012) korrupsioni mund të pengojë. Si rezultat, kjo mund të çojë në një rritje të kostove të shërbimit publik dhe veçanërisht të zvogëlojë investimet dhe rritjen ekonomike. North (1990), flet se si një sistem gjyqësor efikas që respekton kontratat mund të jetë një faktor i rëndësishëm në performancën ekonomike. Siguria që vjen për të drejtat e pronës, përfitimet dhe patentat mund të zvogëlojë ndjeshëm stimujt për të investuar, përtërirë dhe për të blerë teknologji nga jashtë. Mauro (1995) shton se korrupsioni çon në formimin e shtresave që pengojnë zhvillimin uniform të popullsisë duke rritur pabarazinë, duke eliminuar klasën e mesme të popullsisë dhe duke ulur rritjen totale; të pasurit bëhen më të pasur dhe të varfërit bëhen më të varfër. Kjo sjell gjithashtu edhe uljen e rritjes ekonomike në përgjithësi. Studime të tjera kanë treguar që sa më i ulët të jetë korrupsioni i perceptuar (10-30), aq më e lartë do të jetë rritja ekonomike për vendet e zhvilluara (2%). Ndërsa për korrupsionin që kap nivelet (60-70), shkalla e rritjes është zero ose negative.

Në realitet, është e vështirë të përcaktohen qartë treguesit e një qeverisjeje të mirë. Qeverisja ka dimensione politike, ekonomike dhe institucionale. Kjo është arsyeja pse ky punim ka zgjedhur Treguesit e WGI (Treguesit Botërorë të Qeverisjes), të cilët tregojnë se si të zgjedhësh dhe të monitorosh një qeveri, aftësinë e saj për të formuluar dhe zbatuar politika efektive dhe për të ofruar shërbime publike, si dhe respektin e qytetarëve në lidhje me

institucionet që I qeverisin ata. Të gjashtë treguesit maten në vlera që variojnë nga -2.5 deri në 2.5, ku vlerat më të larta i përkasin performancës më të mirë qeverisëse.

Dimensionet kryesore të qeverisjes të matura nga WGI janë:

1. **Zëri dhe Përgjegjësia:** Ky tregues mat masën me të cilën qytetarët e një vendi janë në gjendje të marrin pjesë në zgjedhjen e qeverisë së tyre, si dhe lirinë e shprehjes, lirinë e shoqatave dhe një media e lirë.
2. **Stabiliteti politik dhe mungesa e dhunës / terrorizmit:** Ky tregues mat gjasat që qeveria të destabilizohet me mjete antikushtetuese ose të dhunshme, përfshirë terrorizmin.
3. **Efektiviteti i Qeverisë:** Ky tregues mat cilësinë e shërbimeve publike, kapacitetin e shërbimit civil dhe pavarësinë e tij nga presionet politike; dhe cilësinë e formulimit të politikave
4. **Cilësia e Rregullatorit:** Ky tregues mat aftësinë e qeverisë për të siguruar politika dhe rregullore të shëndosha që mundësojnë dhe promovojnë zhvillimin e sektorit privat.
5. **Sundimi i Ligjit:** Ky tregues mat shkallën në të cilën agjentët kanë besim dhe respektojnë rregullat e shoqërisë, përfshirë cilësinë e zbatimit të kontratës dhe të drejtat e pronës, policinë dhe gjykatat, si dhe gjasat e krimit dhe dhunës.
6. **Kontrolli i korrupsionit:** Ky tregues mat shkallën në të cilën ushtrohet pushteti publik për përfitime private, përfshirë format e vogla dhe të mëdha të korrupsionit, si dhe "kapjen" e shtetit nga elitat dhe interesat private.

Këtu duhet të vazhdojmë me ecurinë e këtyre indikatorëve për Shqipërinë ndër vite (që kur janë të disponueshme) dhe të vihet përbri dhe indeksi perceptimit të korrupsionit. Kjo na lejon të gjykojmë edhe për ndonjë lidhje të dukshme midis fenomeneve në studim.

2.6 Inovacioni Kapitali Sipërmarërs dhe Modeli Endogjen

Dekada e kaluar dëshmoi një rritje të dukshme në studimet empirike dhe analitike mbi origjinën dhe shkaqet e pasurisë së kombeve. Një larmi e studimeve empirike tregojnë se nivelet e rritjes kombëtare janë të ndërlidhura me shumë variabla ekonomike, sociale dhe politike, duke përfshirë shumë variabla që preken nga politikat e qeverisë, ndërsa një numër modelesh analitike priren të përqendrohen më ngushtë në burimet specifike të rritjes. Analiza të ndryshme tregojnë se akumulimi i kapitalit, që të përcaktuara gjerësisht përfshijnë kapitalin njerëzor, si forca shtytëse e rritjes ekonomike Jones dhe Manuelli (1990). Një qasje e dytë hedh dritë mbi rëndësinë e ideve dhe inovacionit në Kërkim Zhvillim si udhëheqës në procesin e rritjes ekonomike. Investimi i secilës firmë qoftë në aspektin fizik Arroë (1962), ose kapitali njerëzor Lucas (1988) kontribuon në produktiviteti i kapitalit të mbajtur nga të firmat e tjera në ekonomi. Qasja e tretë, e pionieruar nga Romer (1990), Grossman (1991), dhe Aghion (1992) përqendrohet mbi evolucionin dhe adoptimin e ideve të reja si një motor i rritjes. Risitë industriale të motivuara nga fitimi në R&D çojnë në akumulimin e teknologjisë njohurisë që janë vetëm pjesërisht të përjashtuara dhe jo-rivale, dhe kështu, bëhen një burim i rritjes. Në këtë rast, qeveria mund të ndikojë në rritjen afatgjatë duke siguruar stimuj të tregut për investime tregtare në kërkime që çojnë në krijimin e patentave dhe projekteve të reja. Në një specifikim tjetër, një vend mund të mendohet se ka akses të plotë në të gjithë stokun e kërkim zhvillimit global, në këtë mënyrë inkurajohen politikat që inkurajojnë hapjen e tregtisë dhe kanë efekte të forta në rritje pasi tregtia ndërkombëtare ofron një mekanizëm përmes të cilit njohuritë teknologjike të zhvilluara diku tjetër mund të merren brenda vendit Helpman (1995).

Por, pavarësisht kësaj teoria endogjene flet pak për mekanizmat sesi sipërmarrja private mundet të zhvillohet më tej përse i përket kërkim zhvillimit apo sesi këto ide shpërndahen në

rajone të ndryshme të botës. Cdo njohuri e re në teknologji dhe në rast se është publikisht e njohur nuk do të thotë se firmat në vende në zhvillim kanë akses në to apo dinë sesi të përmisojnë këtë teknologji të re që con në rritje ekonomike afatgjatë. Kjo tregon se ka një pengesë me stokut të njohurisë K dhe ideve që janë të nevojshme për ekonominë K^C . Pra në këtë kuptim nuk ndryshon vetëm niveli i stokut të njohurive nga shteti në shtet por edhe kapaciteti i shpërndarjes së këyve ideve. Ndaj pavarisht se ideja e rritjes endogjene e merr të mirëqënë se idetë janë të transmetueshme anembanë botës është e qartë se në botën reale kjo nuk është e mundur. Ndaj në këtë seksion ne shpjegojmë lidhjen më të fortë që kanë transmetimi i ideve dhe sipërmarrja inovative në formën e start-upeve dhe të kapitalit sipërmarrës (venture capital).

Në studimin e tyre Thornton (2003) shpjegon sesi netëorku i sipërmarrësve dhe gjeografia janë jetësore për të kuptuar inovacionin: “sipërmarrja është gjithnjë e më shumë nën influencën e organizatave dhe rajoneve dhe më pak në duar të individëve. Këto rajone apo organizata kanë njohuri teknologjike dhe idetë i ndajnë më shpejt nëpërmjet instrumentave të tillë si kapital sipërmarrës, investiotrëngjëj apo forma të tjera inkubimi. Kapitali sipërmarrës është i rëndësishëm pasi nëpërmjet tyre gjenerohet financim dhe transmetim idesh”. ((Thornton, 2003)

Kontributi thelbësor i teorisë së rritjes endogjene mbi debatin e politikave publike shkon përtej theksit të rritjes së kapitalit fizik dhe punës me një përparësi e re mbi dijen dhe kapitalin njerëzor - në veçanti përmes një kombinimi të taksave dhe subvencioneve për të nxitur inovacionin. Siç përfundoi Lucas (1993), “Motori kryesor i rritjes është akumulimi i kapitalit njerëzor - i dijes - dhe është burimi kryesor i ndryshimeve në standardet e jetesës midis kombeve që ka ndryshime në kapitalin njerëzor. Akumulimi fizik i kapitalit luan një rol thelbësor, por gjithnjë në rënie. ”

Lucas gjithashtu shtjellon më tej instrumentet specifike të politikës publike që ndikojnë nëpërmirësimin e kapitalit njerëzor dhe dijen, "Përmirësimi i kapitalit njerëzor zhvillohet në shkolla, në organizata kërkimore dhe gjatë prodhimit të mallrave dhe angazhimit të tyre në produkte komerciale." Kështu, debati i politikave për të gjeneruar rritje sillet rreth efikasitetit të instrumenteve të tilla si universitete, arsim, investime publike dhe private në kërkime dhe zhvillim si dhe programe trajnimi. Ndaj një mënyrë e re që politikat publike mundet të zhvillojnë rritjen ekonomike afatgjatë janë stimulimi i ndërmarrjeve të reja (start-up). Këto politika publike përbëhen nga masat e marra për të stimuluar më shumë sjellje sipërmarrëse në një rajon ose vend. Sternberg (1996) dokumenton se si suksesi i zhvillimit të teknologjisë së lartë në rajone të ndryshme të SHBA ka ardhur si rezultat i nxitjes së financimit nëpërmjet kapitalit sipërmarrës dhe nxitjes së fondeve publike për kërkim dhe zhvillim.

2.7 Cfarë është Kapitali Sipërmarrës

Kapitali sipërmarrës është një formë e financimit në të cilën investitorët nuk blejnë aksione në një firmë të stabilizuar në treg por mbështesin krijimin dhe zhvillimin e ndërmarrjeve të reja përmes investimeve në fazat e hershme të zhvillimit të biznesit. Investimi i kapitalit sipërmarrës shoqërohet me nivele të larta të investimit të teknologjisë përhapja e së cilës ndodh në të gjithë ekonominë dhe krijon numër të lartë punësimi. Për këtë arsye promovimi i formimit të kapitalit sipërmarrës është bërë një qëllimi i rëndësishëm i politikës në shumicën e vendeve të industrializuara. Në Europë, Këshilli Evropian e përshkruan sipërmarrjen në ekonominë e re si përbërësi kryesor i politikës së punësimit të BE-së, me zhvillimin e një industrie të kapitalit sipërmarrës si një element kryesor i asaj politike. Pavarësisht kësaj, Europa mbetet shumë prapa Shteteve të Bashkuara në madhësinë dhe thellësinë e tregjeve të

saj të kapitalit sipërmarrës. Kjo është për shkak se Europa filloi të krijojë tregjet e reja vetëm në vitet 1990-të krahasuar me formimin e Nasdaq në 1971⁴.

2.7.1 Historik i zhvillimit të kapitalit sipërmarrës

Në një analizë të universitetit të Stanfordit kompanitë e listuara në SHBA ishin 4,063 në vitin 2014 me kapitalizim të përgjithshëm të tregut me një vlerë prej 21,3 trilionë dollarë. Prej tyre, 710, ose 18%, e kompanive janë të mbështetura nga kapitali sipërmarrës. Kapitalizimi i tyre i përgjithshëm i tregut ishte 4.3 trilionë dollarë (20%) por investimi në kërkim dhe zhvillimi i tyre ishte 42% e totalit të gjithë kompanive. Kjo shumë është sa një e katërta e shpenzimeve totale të qeverisë amerikane, universiteteve dhe shpenzimet private në kërkim dhe zhvillim të SHBA prej 454 miliardë dollarësh. Këto kompani gjithashtu punësojnë më shumë se 4 milion njerëz⁵. Hendeku midis tregut të kapitalit sipërmarrës të SH.B.A.-së dhe Evropës është thelbësor kur tregu i kapitalit sipërmarrës të SHBA-së është gati 10 herë më i madh se ai i Evropës. Kohët e fundit Europa është përpjekur të mbyllë hendekun duke përshtatur një rol më të vendosur në tregun e kapitalit sipërmarrës duke rritur fondet e parave publike në kapitalin sipërmarrës. Literatura akademike është e ndarë në përfitimet dhe kostot e përfshirjes së qeverisë në kapitalin sipërmarrës dhe në përpjekjen për të nisur kompani të reja në "ekonominë e re".

Amerika ka një traditë të hershme në zhvillimin e mënyrave inovative të financimit të industrive të reja dhe një ndër kompanitë e para të kapitalit sipërmarrës erdhi me iniciativë publike dhe private. Të dhënat tregojnë se kompania e parë e kapitalit sipërmarrës është krijuar në vitin 1946 në SHBA nga Georges Doriot, profesor në Universitetin e Harvardit, i cili krijoi kompaninë American Research and Development (ARD) për të mbledhur fonde

⁴https://group30.org/images/uploads/publications/G30_VentureCapitalUSEurope.pdf

⁵<https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

nga individë të pasur dhe fonde nga universitete për ti investuar ato në biznese të reja të bazuar në teknologji. Kjo kompani cilësohet dhe si instrumenti i parë i përdorur si kapital sipërmarrës ku investimi në vitin 1957 i një vlere prej 70.000 USD në kompaninë Digital Equipment Corporation solli një fitim disa herë më të lartë në vitin 1966 kur kompania u listua në bursë. Ky ishte procesi i parë i qasjes Shumpeteriane e krijimit shkatërrues ku ARD me qasje akademike mundësoi krijimin e një industrie e cila sot investon mbi 130 miliardë dollarë në SHBA.

Kapitali sipërmarrës ishte një përgjigje ndaj sfidave të ekonomisë amerikane e cila gjatë depresionit të madh në vitet 1930-të kishte filluar të humbiste fuqinë e saj në industrinë prodhuese ku numri i firmave në këtë industri ra me 10% dhe numri i punonjësve në këtë industri u ul me 24%⁶. Shumica e kompanive që dolën nga tregu ishin kompani të mesme dhe të vogla dhe për këtë arsye dhe aksesit i tyre në sistemin bankar u bë më i vështirë. Po ashtu për shkak të krizës financiare të viteve 1929-1933 shumica e investitorëve privatë ishin të përqëndruar më shumë në investime të sigurta dhe kompani të cilat kishin treg të garantuar duke fshirë “shpirtin kafshëror” sic e përkufizonte Keynes, të sipërmarrësve dhe duke e zëvendësuar atë me investitor të “squllët”. Ndaj dhe nevoja për të gjeneruar investime në industrinë e reja sidomos ato teknologjike çoi në krijimin e fondit të parë të kapitalit sipërmarrës për të huazuar te kompanitë e reja në SHBA. Kryesisht ARD u fokusua në investimin në zhvillimin e produkteve komerciale nga shpikjet e fundit teknologjike. Por shteti amerikan në vitin 1958 ndryshoi kurs në politikat publike dhe autorizoi krijimin e Korporatës së Investimeve në Biznesin e Vogël (KIBV) e cila synonte të siguronin fonde për firmat e vogla. Iniciativa rezultoi në krijimin e disa qindra Korporata të Investimeve në më pak se katër vjet. Shumë prej tyre u formuan shprehimisht për të investuar

⁶https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=mgmt_papers

në situata të Kapitalit Sipërmarrës (të tjerët ishin të kënaqur të siguronin hua për bizneset ekzistuese). Programi KIBV ofronte një subvencion të konsiderueshëm për të licencuarit e saj. Për të marrë një licencë KIBV një organizatë aplikuese duhej të kishte së paku 150,000 dollarë në kapital të paguar për të cilin mund të merrte financim maksimal prej 200 përqind në formë të një kombinimi të huave 15-vjeçare dhe borxheve të varura 20-vjeçare që mbanin një normë të favorshme interesi prej 5 përqind. Më e rëndësishme ishin stimuj tatimor që lejonin fitimet nga investimi në një KIBV të tatheshin me një normë prej 25 përqind krahasuar me nivele shumë më të larta të tatimit mbi të ardhurat e zakonshme që për personat më të pasur ishin deri në 90 përqind. Po ashtu Bankat u lejuan të krijonin KIBV e tyre duke përdorur deri në 5 përqind të kapitalit të tyre të paguar, duke i lejuar ata të bëheshin dhe pronar të korporatave industriale. Në fakt, ky akt federal me incentivat fiskale mundësoi dhe zhvillimin e mëtejshëm të shumë firmave private në kapital sipërmarrës në SHBA.

Gjatë viteve 1960 dhe 1970, firmat e kapitalit sipërmarrës e përqendruan veprimtarinë e tyre të investimeve kryesisht në krijimin dhe zgjerimin e kompanive të reja. Më shpesh sesa jo, këto kompani po shfrytëzonin përparime në teknologjinë elektronike, mjekësore ose të përpunimit të të dhënave dhe si rezultat, kapitali sipërmarrës u bë gati sinonim i financimit të teknologjisë.

Rritja e industrisë së kapitalit sipërmarrës u nxit nga krijimi i firmave të pavarura të investimeve në Kaliforni. E vendosur në Menlo Park, Kaliforni, e cila më vonë njihet si Silicon Valley bëri që shumë firmat të kapitalit sipërmarrës të ishin në krah të firmave të reja të specializuara në prodhim kompjuterash dhe programe kompjuterike.

Gjatë viteve 1970, do të themelohej një grup i firmave private të kapitalit, i përqendruar kryesisht në investime të kapitalit sipërmarrës, i cili do të bëhej modeli për firmat e mëvonshme të blerjes dhe investimeve të kapitalit sipërmarrës. Në 1973, me rritjen e numrit

të firmave të reja të kapitalit sipërmarrës, kapitalistët kryesorë të sipërmarrjeve formuan Shoqatën Kombëtare të Kapitaleve Sipërmarrës (NVCA). NVCA do të shërbente si grup tregtar i industrisë për industrinë e kapitalit sipërmarrës.

Sukseset e dukshme të industrisë së kapitalit sipërmarrës në vitet 1970 dhe fillim të viteve 1980 (p.sh., Digital Equipment Corporation, Apple Inc., Genentech) dhanë shtysë për një përhapje më të madhe të firmave të investimeve të kapitalit sipërmarrës. Nga vetëm disa duzina firmash në fillim të dekadës, deri në fund të viteve 1980 kishte mbi 650 firma, secila duke kërkuar për "shpikjen e madhe të radhës për fitime të mëdha. Numri i firmave u shumëfishua dhe kapitali i menaxhuar nga këto firma u rrit nga 3 miliardë dollarë në 31 miliardë dollarë gjatë dekadës 1980-1990.

Përhapja e internetit për shërbime komerciale në fillimin e viteve 1990 ringjalli kapitalin e sipërmarrjes pasi investitorët panë të formohen kompani me potencial të madh. Netscape dhe Amazon u themeluan në 1994 dhe Yahoo! në 1995. Të gjithë u financuan nga kapitali sipërmarrës. Ofertat e Para Publike për këto kompani gjeneruan fitime të mëdha për investitorët e tyre të kapitalit sipërmarrës. Këto kthime dhe performanca e kompanive pas IPO-s, shkaktoi një hov parash në kapitalin sipërmarrës, duke rritur numrin e fondeve të kapitalit sipërmarrës të mbledhur nga 1.5 miliardë dollarë në 1991 në më shumë se 90 miliardë dollarë në 2000 dhe 139 miliardë në 2019.

Nga ana tjetër Europa filloi të kthejë vëmendjen në zhvillimin e kapitalit sipërmarrës në vitet 1990-të kur Amerika ishte tashmë e konsoliduar në krijimin e kësaj industrie të rëndësishme. Europa ashtu si dhe SHBA në vitet 1960 pa si mundësi zhvillimi të kapitalit sipërmarrës nëpërmjet ndërhyrjes së politikave publike. Në përgjithësi, dobësitë e tregut në fushën e kapitalit sipërmarrës në Europë justifikojnë ndërhyrjen e qeverisë që adreson këto mungesa (Tykvová et al., 2012). Një studim i Unquote Intelligence (2012) zbuloi se

“Paraja publike mbetet absolutisht kritike për industrinë evropiane të sipërmarrjeve dhe ka të ngjarë të mbetet e tillë për pesë vitet e ardhshme”, dhe kjo ka qenë veçanërisht e vërtetë për fondet e reja, pasi shumica e organeve të financimit publik mbështesin fondet për herë të parë, ndërsa kjo është e vërtetë vetëm për afërsisht gjysmën e investitorëve privatë. Përveç vëllime shtesë të financimit, pjesëmarrja e investitorëve publikë në një fond të kapitalit sipërmarrës gjithashtu mund të ketë një efekti pozitiv në sinjalizimin tek investitorët privatë për të rritur financimet ndaj një fondi.

Strategjia Europa 2020 është agjenda aktuale e BE-së për rritjen ekonomike dhe vendet e punës. Ky dokument thekson rritjen inteligjente, të qëndrueshme dhe gjithëpërfshirëse si një mënyrë për të kapërcyer dobësitë strukturore në ekonominë e Europës, për të përmirësuar konkurrencën dhe produktivitetin e saj dhe për të mbështetur një ekonomi të qëndrueshme të tregut social. Meqenëse kapitali sipërmarrës është një katalizator për inovacionin, krijimin e vendeve të punës dhe rritjen ekonomike, BE siguron para për të përmirësuar aksesin për bizneset evropiane në fazat e fillimit dhe rritjes. BE gjithashtu nxit një ekosistem të qëndrueshëm evropian të kapitalit sipërmarrës në Evropë⁷. Por ndryshe nga SHBA, Europa ka problematika të tjera strukturore përse nuk ka mundur të zhvillojë më tej industrinë e kapitalit sipërmarrës pasi për shembull, ligjet kombëtare fiskale mund të pengojnë zhvillimin e tregut të kapitalit sipërmarrës duke krijuar një treg të fragmentizuar, ligjet e korporatave dhe të punës mund të pengojnë punësimin e stafit më cilësor dhe lëvizjen e lirë dhe mjedisi rregullator mund të dëmtojë dëshirën e rrezikut të investitorëve dhe kufizimin e mbledhjes së fondeve si në SHBA.

Pavarisht kësaj nga viti 2015 në 2017 agjencitë qeveritare Evropiane rritën ndjeshëm mbështetjen e tyre për fondet evropiane të kapitalit sipërmarrës. Në terma relativë, 2010 dhe

⁷<https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/venture-capital-17-2019/en/>

2011 panë nivelet më të larta të financimit të agjencive qeveritare për kapitalin sipërmarrës sidomos si reagim ndaj krizës financiare të viteve 2008-2009. Në vitin 2018, agjencitë qeveritare siguruan 14% të mbledhjes së përgjithshme të fondeve për kapitalin sipërmarrës duke bërë të rëndësishëm rolin e qeverisë në zhvillimin e këtij tregu.

2.8 Rritja e PBB-së dhe kapitali sipërmarrës

Për më shumë se dy shekuj ekonomistët besonin se rritja ekonomike varej nga faktorë të tillë si injektimi i kapitalit. Ata besonin se duke rritur investimet kapitale në ekonomi, rezultati do të ishte në mënyrë të pashmangshme rritje më e lartë ekonomike. Sidoqoftë, (Abramoëitz, 1956) tregoi se në SHBA midis 1870-1950 rritja e inputit kontribuonte mevetëm 15% të rritjes ekonomike, ndërsa pjesa prej 85% e mbetur varej nga faktorë të tjerë si inovacioni. Kështu, rëndësia e inovacionit sipas literaturës së rritjes ekonomike është studiuar më tej ekonomistë ndër më të shquarit dhe nobelistë të cilët kanë gjetur rezultate të ngjashme.

Në modelin neoklasik të rritjes ekonomike, vërejmë se prodhimibruuto është një funksion i thjeshtë i vetëm dy faktorëve të prodhimit: kapitalit dhe punës:

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

Teoria tregon se duke rritur stokun e kapitalit dhe të punës ne do të vëzhgonim një rritje më të lartë ekonomike në të ardhmen. Por tashmë është i njohur fenomeni i të ardhurave rënëse të shtimit të kapitalit fizik dhe punës. Deri në një moment të dhënë, shtimi i kapitalit përmes akumulimit do të prodhojë rritje, por përtej një pike të caktuar, të ardhurat marginale shtesë nga investimi shtesë do ishin në rënie prandaj dhe pa kuptim. Një punëtor duke patur vetëm punën e krahut, do të siguronte një rritje shumë të lartë produktiviteti nëse do pajisej me vegla puna (teknologji). Por pasi kjo ka ndodhur, dhënia e një vegle/pajisje më shumë, do të kishte ndikim shumë më të vogël në produktivitet. Një punëtor me një kompjuter, do të kishte

të njëjtin produktivitet edhe po ta pajisim me dy kompjuter. I vetmi kapital që nuk manifeston të ardhura rënëse është dija. Prandaj ai është faktori i mbetur që shpjegon rritjen më të lartë ekonomike. Dituria dhe inovacioni janë një faktor i rëndësishëm në rritjen ekonomike dhe shumë vende i kanë kushtuar një shumë të konsiderueshme parash Kërkimit dhe Zhvillimit në mënyrë që të rrisin produktivitetin e ekonomisë duke përdorur të njëjtat nivele të inputeve. "Kjo marrëdhënie midis inovacionit dhe rritjes është njohur nga shumë qeveri. Nga Bashkimi Evropian - i cili ka synuar rritjen e shpenzimeve të kërkimit si një qëllim kryesor në vitet e ardhshme - te ekonomitë në zhvillim të tilla si Kina, ku udhëheqësit kanë përqafuar nocionin se inovacioni është kritik për rritjen ekonomike ". (Lerner, 2010)

Gorman dhe Sahlman (1989), Hellman dhe Puri (2000) dhe Lerner (1995) kanë studiuar sesi kapitali sipërmarrës shtojnë vlerë për bizneset në të cilat ato investojnë. Veçanërisht, Kortum dhe Lerner (2001) pohojnë se një dollar i investuar nga Kapitali Sipërmarrës është tre herë më efektiv në promovimin e krijimit të patentave sesa një dollar i investuar nga një korporatë. Hellmann dhe Puri (2000) dhe Engel (2002) zbulojnë se firmat e mbështetura nga kapital sipërmarrës rriten më shpejt se sa firmat e ngjashme në industri. Konkretisht, Engel dhe Keilbach (2007) zbulojnë se firmat me një numër më të lartë të aplikimeve për patentë kanë më shumë të ngjarë të marrin fonde nga kapital sipërmarrës. Një studim tjetër interesant u krye nga Eäsmer dhe Eeil (2000), të cilët faktojnë ndikimin në punësim të rritjes së investimit të kapitalit sipërmarrës në raport me PBB raport. Lidhur me inovacionin, Kortum dhe Lerner (2001) zbulojnë se patentat e dhëna për kompani të mbështetura nga Kapital Sipërmarrës jepen më shpesh sesa patentat nga kompanitë të pambështetura nga kapital sipërmarrës, duke sugjeruar që kompanitë e mbështetura nga kapital sipërmarrës janë të rëndësishme në aktivitetet e inovacionit.

Sidoqoftë, studime të tjera tregojnë se marrëdhënia rastësore midis rritjes ekonomike dhe investimeve më të larta në kapitalin sipërmarrës nuk është e qartë. Një studim nga Zhang (2013) tregon se janë investimet në kapitalin sipërmarrës ato që nxisin rritjen ekonomike dhe jo domosdoshmërisht e kundërta. Në studimin e tyre “A nxit kapitali sipërmarrës rritjen ekonomike? Të dhëna nga Izraeli ”ata tregojnë se në rastin e Izraelit investimi në kapitalin sipërmarrës është një faktor i rëndësishëm që çon në rritje më të lartë ekonomike. Ata tregojnë se norma mesatare e kontributit të kapitalit sipërmarrës të Izraelit në rritjen e PBB-së ishte 1.28%, shumë më e lartë se ajo e kapitalit tjetër (0.14%) (ZHANG, 2013).

Nga ana tjetër, Akcigit (2019) zbulon se “Të dhënat e punësimit dhe licencimit tregojnë se firmat e mbështetura në kapitalin sipërmarrës ka të ngjarë të arrijnë sukses më të madh dhe të kontribuojnë më shumë në ekonominë e përgjithshme. Mungesa e financimit të kapitalit sipërmarrës do të ulte rritjen agregate me 28%. (Ufuk Akcigit, 2019). Sic edhe shihet literatura e rritjes ekonomike i ka dhënë gjithnjë e më shumë rëndësi faktit se rritja ekonomike nuk mundet të gjenerohet pa marrë parasysh kërkimin dhe zhvillimin dhe inovacionin. Zhvillimet në dy dekadat e fundit në industrinë e kapitalit sipërmarrës dhe lidhjen e tyre të fortë me firmat e specializuara në teknologji tregojnë se kapitali sipërmarrës ka qënë faktori kryesor që ka çuar në rritje ekonomike në shtete të tilla si SHBA. Nxitja e kapitalit sipërmarrës dhe krijimi i kushteve ligjore apo dhe mbështetja me financa publike për këtë industri është kthyer në vëmendje të Bashkimit European e cila synon rritje ekonomike nëpërmjet financimit të kërkim zhvillimit për firmat e reja nëpërmjet instrumenteve të kapitalit sipërmarrës.

2.9 Kapitali sipërmarrës dhe krijimi i vendeve të punës

Ekziston gjithashtu një lidhje e fortë midis tregut të kapitalit sipërmarrës dhe krijimit të vendeve të punës. Shumë autorë argumentojnë se vendet evropiane e kanë të vështirë të reformojnë mirëqenien e shtetit tyre dhe në të njëjtën kohë atë të tregut të punës. Ata mendojnë se nxitja e reformave të tregut që do të inkurajonin kapitalin e sipërmarrjeve do të çonte në punësim më të lartë. Hehn (2003) tregon "se kapitali sipërmarrës është në gjendje të rrisë ndjeshëm rritjen e punësimit dhe krijimin e vendeve të punës. "Ne hamendësojmë se kapitali sipërmarrës është kryesisht i favorshëm për krijimin e vendeve të punës në firma të reja dhe inovative dhe që lehtëson procesin e ndryshimit strukturor drejt ekonomisë së re." Ata tregojnë se Bashkimi Evropian duhet të investojë më shumë në krijimin e tregut të kapitalit sipërmarrës dhe të rregullojë tregjet financiare pasi kjo do të rriste punësimin në ekonomi dhe për këtë arsye do të çonte në rritje më të lartë ekonomike. Rekomandimi i tyre tregon gjithashtu se tregjet e punësimit të BE-së në kontrast me tregjet financiare janë më të vështira për t'u reformuar.

Dokumenti i tyre mbështetet gjithashtu nga Acemoglu (2001), i cili thotë se "kufizimi financiar dëmton punësimin sepse pengon shfaqjen e firmave të reja inovative, të cilat krijojnë vende pune". Ai vëren se, që nga vitet '60, nivelet e punësimit të firmave të varura nga financimii jashtëm kanë qenë më të larta në Evropë sesa në Shtetet e Bashkuara, duke argumentuar se kjo është për shkak të rregullimit më të fortë të sistemeve financiare Evropiane ". (Donatella Gatti, 2009)

Një sugjerim tjetër është se "tregjet financiare anglo-saksone në kontrast me Evropën karakterizohen nga tregje aksionesh shumë të zhvilluara dhe se kapitali sipërmarrës në vitet e fundit ka luajtur një rol kryesor veçanërisht në vendet anglo-saksone në financimin e

ndryshimit strukturor, inovacionin dhe kompanitë reja. Këta faktorë janë përsëri thelbësorë për të kuptuar performancën e punësimit gjatë dekadës së fundit ”. (Fehn, 2003)

Si përfundim literatura tregon qartazi rëndësinë që ka kapitali sipërmarrës për të transformuar tregun e punës në ekonomi të ndryshme. Ato japin financim për firma të cilat hyjnë në tregje të reja dhe ofrojnë përveç financimit dhe mentorim dhe adoptim për kushtet e reja të tregut të punës duke i shërbyer ekonomisë kombëtare me punësim cilësor dhe të kualifikuar.

2.10 Kapitali sipërmarrës dhe inovacioni

Shumë autorë kanë studiuar faktorë tregut të kapitalit sipërmarrës që çojnë në rritjen e numrit të kompanive që zbatojnë mënyra inovative të ofrimit të shërbimeve ose rritjes së prodhimit. Duke pasur parasysh rëndësinë e inovacionit në rritjen ekonomike, qeveritë në të gjithë botën janë përpjekur të rrisin përfshirjen e tyre në kapitalin sipërmarrës. Sidoqoftë, mbetet pyetja nëse kapitalet e sipërmarrjeve me të vërtetë rrisin inovacionin. Një nga dokumentet e para që dha një përgjigje për këtë pyetje ishte Kortum dhe Lerner (1998) në Shtetet e Bashkuara të cilët demonstuan se një dollar i investuar në kapital sipërmarrje krijon tre herë më shumë patenta sesa një dollar i investuar në kërkim dhe zhvillim (R&D). Kjo sugjeron se një "përfitim i rëndësishëm i kapitalit sipërmarrës është inkurajimi i transformimit të kërkim dhe zhvillimit në patenta të dobishme komerciale. Si pasojë është përhapja e teknologjisë në të gjithë ekonominë, duke rritur produktivitetin dhe duke shtuar kthimin ekonomik dhe social të investimeve të kapitalit sipërmarrës ”(Gompers, 1998). Kapitali sipërmarrës është më i favorshëm për nxitjen e inovacionit pasi financimi me kapital (kapitali financiar) zakonisht siguron si një rrjet investitorësh të tjerë dhe njohurish, ashtu edhe se si në të njëjtën kohë të menaxhojë me profesionalizëm kompanitë fillestar për të

penetruar në treg. Financimi përmes borxhit nga ana tjetër u kalon sipërmarrësve të gjitha rreziqet që lidhen me fillimin e një biznesi, duke rritur kështu rrezikun e dështimit. Keuschnigg (2003) provoi teorikisht se nëse industria ka kapitalistë më aktivë dhe me përvojë, shansi i ndërmarrjeve të reja për sukses do të përmirësohej dukshëm dhe nivelet e inovacionit do të rriteshin më shpejt. Të dhënat tregojnë se një dollar i shpenzuar nga kapitali sipërmarrës për firmat e reja sjell përfitim tre herë më të lartë sesa investimi tradicional shtetëror në kërkim dhe zhvillim. Firmat të cilat ofrojnë kapital sipërmarrës mundësojnë komercializimin e një ideje novatore dhe për këtë arsye janë të prirur për të gjeneruar ide efikase dhe që janë të nevojshme për aktivitetin ekonomik. Shumë shtete përfshirë dhe Europën kanë kthyer strategjitë e tyre financuese të kërkim zhvillimit për SME-të pikërisht nëpërmjet kapitalit sipërmarrës.

Në akademi dhe në politike-berje besohet se kryesisht inovacioni është thjeshtësisht i kuptueshëm dhe një akt. Krejt e kundërta rezulton nga analiza e rasteve specifike për dekada me radhë, qofshin të suksesshme në treg këto apo jo. Inovacioni është një proces iterativ, gjenetik, dhe vështirësia e të cilit qëndron te fakti se nuk ka një mënyrë të caktuar (One best way) siç pretendohet në shkollën e menaxhimit shkencor, por është një ndërveprim organizativ strukturash, procesesh, dhe kulturë në kushtet e kërkimit të mundësive dhe konkurrueshmërisë në tregun në të cilën një organizatë operon (Fitzgerald, Eänkerl, & Schramm, 2011; Garcia & Calantone, 2002; Souitaris, 2002; Tidd & Bessant, 2013).

Parashtrimi më lartë është një sintezë e pyetjes kryesore se pse është i rëndësishëm inovacioni, ose më saktë pse duhet inovuar? Inovacioni që nga koha e Schumpeter është imperativ për të konkurruar si në tregjet globale dhe në ato lokale. Duke ndihmuar konkurrencën ky proces ndihmon dhe ofron zgjidhjet më të mira duke përmirësuar kushtet e jetesës, eficiency ekonomike, krijimin e vendeve të reja të punës dhe së fundi zgjidhje më të mira në kuadër të një ekonomie më të qëndrueshme në lidhje me ekosistemin. Inovacioni

është elementi kyç i përmirësimit të produktivitetit në produktet dhe shërbimet që ofrohen në treg. Kujt do t'ia merrte mendja që nga makina me avull do të ishim sot në kohën e makinave elektrike?

Falë inovacionit ekonomia dhe shoqëria realizon rritjen dhe përmirësimin e aftësive të burimeve njerëzore, rikualifikimin e tyre, dhe zgjidhjen e krizës së madhe të luftës së punëve të automatizuara me teknologjinë. Inovacioni krijon mundësi të reja në mënyrë që kjo forcë punëtore të rikualifikohet dhe të futet në analet e tregjeve të reja, të mundësive të reja duke siguruar vijimësinë në kohë.

Së fundi, inovacioni u duhet shteteve për të siguruar gjithçka nga fillimi. Një shtet më i fortë bazohet në një biznes të fortë, dhe një biznes i fortë karakterizohet nga një shkallë e lartë inovacioni. Teoria e inovacionit fillon me Schumpeter i cili i dha zë dhe famë termit duke ju referuar si thelbi i rritjes ekonomike, proces, dhe krijimi shkatërrues nën kushtin e kufizimit të burimeve (Schumpeter, 1939). Më vonë Drucker thelloi lidhjen e termit duke e parë atë si instrument të sipërmarrjes dhe duke krijuar bazat e para të kategorizimit të burimeve të inovacionit dhe llojeve të inovacionit (P. Drucker, 1985; P. F. Drucker, 1985). Dyer, Gregersen, & Christensen, (2011) vulosën termin e famshëm “inovacioni përçarës” (disruptive innovation) i cili ishte ai që dinosaurët e ekonomisë së vjetër i zëvendësonte me zgjidhje për tregun që kryesisht vinin nga të vegjlit dhe kreativitet.

Këndvështrime të ndryshme dhe terminologji konceptuale që pasurojnë përkufizimin e inovacionit si: komercializim i idesë së parë dhe difuzioni i inovacionit (Rogers, 1995), ndarja në risi teknologjike dhe risi organizative (Edquist, Hommen, & McKelvey, 2001), ndarja në inovacion radikal dhe incremental (Freeman & Soete, 1997), sjellja imituese si burim inovacioni (Hobday, 2000; Kline & Rosenberg, 1986), aftësi për të zbuluar lidhje të reja dhe në perspektiva të reja (Evans 1991), aplikim i ideve të dobishme në treg (Fitzgerald et al., 2011), ose inovacioni i parë si pasues i nje procesi kreativ në implementimin e ideve

(Anderson, Poto nik, & Zhou, 2014), e bëjnë mozaikun konceptual më të plotë dhe i mëshojnë idesë së parashtruar në krye të radhëve se inovacioni është një proces shumë dimensional, gjenerik, dhe iterativ, pra është një tërësi aktivitetesh.

Që një shtet të ketë inovacion të shëndetshëm ekonomikisht dhe të qëndrueshëm duke u shërbyer të gjitha arsyeve të përmendura më herët duhet të ketë të paktën tre kushte që në kontekstin global të sotëm janë të detyrueshme. E para, një shtet duhet të ketë infrastrukturë. Me infrastukturë nënkuptojmë nga ajo teknologjike deri te ajo shëndetësore. E dyta, duhet të ketë institucione ekselente të dijes dhe në kërkim zhvillimit duke përfshirë universitete, institute kërkimore, dhe institucione kërkim zhvillimi. E treta, një ekosistem jetese të qëndrueshëm dhe nxitës të kreativitetit. Në këtë aspekt Shqipëria në momentet që shkruhen këto rreshta nuk përmbush asnjë nga kriteret e detyrueshme ndaj dhe është në kuadrin e diagnostifikimit të problemit në vendndodhje tjetër në lidhje me botën.

Po ti referohemi teorisë së difuzionit të inovacionit që përmendëm më sipër ajo ka katër kategori shpjeguese për përhapjen e procesit të inovacionit duke filluar me: shpikësit, adoptuesit e hershëm, adoptuesit e vonuar, dhe të ngathtit. Gjithashtu sipas kësaj matrice vlerësuese Shqipëria i perket kategorisë së fundit sipas analizës teknike. Gjithë ky parashtrim e bën më të vështirë orientimin e inovacionit në kontekstin shqiptar në kategorinë e shkencës. Në nivel shtetëror dhe institucional Shqipëria ka patur një strategji për shkencat, teknologjinë dhe inovacionin, me përgjegjëse Ministrinë e Arsimit, Edukimit, dhe Shkencës. Dikur ka patur një ministri të dedikuar për Inovacioni, por rezultatet e saj qenë treguese për jeteshkurtësinë e institucionit. Shqipëria është një vend i cili nuk ka një sistem kombëtar inovacioni të bazuar në modelin Tripple-H. Një sistem i tillë është jetik për një vend që të paktën duhet të ketë kapacitete absorbuese të njohurive dhe inovacioneve të ndodhura gjetiu, në mos ti ideoje vë tati. Raporte të OECD, KE dhe studime të bëra sporadike brenda vendit tregojnë qartazi se Shqipëria është hapa mbrapa në krahasim me vendet e rajonit, e jo me ato

të BE. Indikatorë si numri i patentave të aplikuara nga rezidentët, numri i artikujve shkencor të cituar në publikime të rankuara, ndarja e zbulimeve shkencore, numri i patentave ose trademark, dhe dizajnëve të certifikuar, përqindja e buxheteve në kërkim të zhvillimit shtetëror dhe private, mbeten në nivele primitive ose jo egzistente, gjë që tregon për realitetin e inovacionit në vend.

2.11 Pse kapitali sipërmarrjes në SHBA është më i suksesshëm se në Evropë?

Duke analizuar suksesin e kapitalit sipërmarrës të SHBA-së në tridhjetë vitet e fundit, shumë autorë besojnë se Evropa mbetet pas SHBA-së për sa i përket punësimit dhe rritjes ekonomike kryesisht për shkak të dobësive në tregjet e kapitalit dhe veçanërisht në qasjen ndaj rrezikut të kapitalit. Kapitali sipërmarrës (venture capital) kërkon të financojë kryesisht kompanitë e reja në "ekonominë e re", i cili është bërë një burim i rëndësishëm i rritjes ekonomike dhe punësimit në SHBA dhe në një masë më të vogël në Evropë. Kjo tezë synon të kuptojë faktorët që nxisin investimet e kapitalit sipërmarrës dhe në të njëjtën kohë të analizojë faktorët pse në Europë ajo është më pak e zhvilluar se në SHBA-së dhe si mundet të mbyllet ky hendek. Shumë autorë theksojnë se kapitali sipërmarrës është një burim i rëndësishëm suksesi për kompanitë "birësuese" të SHBA-së e që janë liderë të tregut në shumë industri në të gjithë botën.

Sipas Bottazzi "kapitali sipërmarrës është bërë forma e ndërmjetësimit financiar më së shumti e lidhur ngushtë me sipërmarrjet e reja dinamike, veçanërisht - megjithëse jo vetëm - në industri të teknologjisë së lartë si bioteknologji, pajisje kompjuterike dhe softuer, teknologji informacioni (IT), e-trade, pajisjet mjekësore dhe telekomunikacioni. Shumë prej korporatave më dinamike dhe të suksesshme të sotme pranuan kapital sipërmarrjeje në fazat fillestare të jetës së tyre: Amazon, Apple, Cisco, e-Bay, Genentech, Genetic Systems, Intel, Microsoft, Netscape dhe Sun Microsystem, dhe këto janë vetëm disa prej tyre.

Në këtë mënyrë, kapitali sipërmarrës është shndërruar në një formë të rëndësishme të ndërmjetësimit financiar”. (Bottazzi, 2002)

Në fillim të vitit 2000, Bashkimi Evropian u konsiderua si një treg në zhvillim për sa i përket kapitalit sipërmarrës në krahasim me SHBA (Hege, 2003). Në mbledhjen e Këshillit Evropian të Lisbonës, po të vitit 2000, BE pranoi ndryshimin midis SHBA dhe Evropës për sa i përket inovacionit dhe përdorimit të tregjeve financiare. Ata pranuan rëndësinë e kërkimit dhe izhvillimit dhe krijuan "Zonën Evropiane të Kërkimit" ku Bashkimi Evropian do të: "përmirësonte mjedisin për investime private kërkimore, partneritete kërkim & zhvillimi dhe kompani fillestare të teknologjisë së lartë, duke përdorur politikat e taksave, kapitalin e sipërmarrjes dhe mbështetjen e EIB⁸. ” Komisioni Evropian vendosi të investojë 1 miliard Euro në kapital sipërmarrës për të ndihmuar kompani të reja të teknologjisë në Evropë.

Një studim nga Axelson (2012) "Kapitali Evropian i Sipërmarrjeve: Mitet dhe Faktet" tregon se "në kundërshtim me çfarë perceptohej, nuk ka asnjë ndryshim në ngjashmërinë ose përfitimin e IPO-ve midis marrëveshjeve evropiane dhe atyre amerikane për të njëjtin vit". Analiza e tyre u bazua në të dhëna nga të gjitha investimet e kapitalit sipërmarrës në Evropë dhe SHBA që nga viti 2000 deri më 2011 dhe tregoi se nuk ka asnjë ndryshim në ngjashmëri apo përfitim të IPO-ve midis Evropës dhe SHBA-së. Sidoqoftë, kur ata analizuan përfitimin midis firmave të kapitalit sipërmarrës në Evropë dhe SHBA, duket se ekziston një ndryshim thelbësor ku SHBA është në krye. (Axelson, 2012)

Gjetjet e tyre mbështeten gjithashtu nga raportet, ku në vitin 2016 siç raportohet nga ICAEË, fondet e kapitalit të sipërmarrjes së SHBA-se "patën një kthim mesatarisht 10.3% gjatë 10 viteve, ndërsa fondet e MB patën një kthim mesatarisht prej 4.6% dhe po kështu në nivele të ngjashme në Evropë". Sipas një artikulli nga Challenge Advisory "faktorët strukturorë

⁸https://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm

diferencues midis SHBA, MB dhe Evropës përfshijnë: Madhësinë e fondeve, ndryshimet kulturore, strategjinë e investimeve, strategjinë e burimeve, ndryshimet në kujdesin e treguar dhe më shumë". (Challenge Advisory, 2017)

Studime të tjera tregojnë se nëse SHBA kishin një avantazh ndaj Evropës gjatë viteve 1980-1990 avantazhi i tyre është zvogëluar që nga viti 2000. Diferencat midis suksesit të "kompanive evropiane dhe amerikane të mbështetura nga kapitali i sipërmarrjes u bënë edhe më të vogëla dhe madje Evropa ka qenë në gjendje edhe ta arrijë deri tani SHBA-në. Numri i kompanive evropiane që patën financim nga kapitali i sipërmarrjes ka qenë pothuajse në të njëjtin nivel me homologët e tyre amerikanë "(Kräussl, 2016) Megjithatë ata vazhdojnë të tregojnë se "hendeku në lidhje me kompanitë e reja nuk është ngushtuar: vendet evropiane ende po përjetojnë një telash të madh në kthimin e kompanive fillestare / të reja në sipërmarrje të suksesshme, pavarësisht nga industria e tyre ". Studimi gjithashtu konkludon se "ndryshimet në performancën e kapitalit të sipërmarrjes mund të shpjegohen nga efektet anësore të kërkesës. Duket se niveli thellësisht i lartë i aktivitetit të sipërmarrjes në SHBA sjell një kalim më të suksesshëm përmes ofertave fillestare publike (IPO) dhe bashkimeve dhe blerjeve (M & As) për kompanitë e reja dhe të mbështetura nga kapital sipërmarrës ".

Kapitulli 3 Metodologjia e punimit, të dhënat dhe burimi

3.1 Hyrje

Për të realizuar këtë punim do të përdorim si metodologji një kombinim ndërmjet analizës empirike me atë deskriptive për të bërë një studim kërkues, përshkrues dhe diagnostikues.

Filozofia e punimit do të jetë kryesisht interpretuese. Përqasja e punimit do të jetë deduktive duke i'u referuar informacionit dytësor i cili përmbledh teorinë, kërkimet, si dhe studime ekzistuese. Përveç përshkrimit të metodologjisë kërkimore në përgjigje të qëllimit, objektivave dhe pyetjeve kërkimore kryesore të këtij punimi për vlerësimin e rolit të borxhit publik në financimin e investimeve publike dhe rolit që ka kreditimi i kapitalit sipërmarrës në rritjen ekonomike të GDP-së. Për këtë arsye në interes të studimit tonë dhe të modelit të përdorur ne analizojmë faktorët që ndikojnë në nxitjen e kapitalit sipërmarrës. Në këtë kapitull do të trajtohet edhe qasja hulumtuese e kërkimore dhe modeli ekonometrik i përzgjedhur për të bërë analizën empirike.

Gjithashtu në fund të kapitullit do të jepet edhe një përshkrim i analizës së të dhënave si dhe proceset që janë përzgjedhur për të përpunuar të dhënat me qëllim arritjen e një rezultati final sa më të besueshëm dhe koherent me literaturën kërkimore.

3.1 Pyetjet kërkimore dhe metodologjia e studimit

Një punim kërkimor mund të quhet si përshkrues, shpjegues dhe eksplorues. Një punim përshkrues mundëson përshkrimin e karakteristikave të një procesi ose dukurie. Një punim shpjegues mundëson realizimin e ofrimit të një shpjegimi të të përbashkëtave dhe ndryshimeve të cilat janë të pranishme në situata të ndryshme dhe kërkojnë për të gjetur një mardhënie të mundshme të shkakësisë që është e pranishme ndërmjet variablave. Ndërsa një punim eksplorues kërkon gjetjen e arsyeve të mundshme të dallimeve të cilat janë të pranishme ndërmjet situatave të ndryshme dhe që kanë si qëllim qartësimin e një problemi apo dukurie të caktuar. Nga sa përmendëm dhe shpjeguam ky punim klasifikohet si një kërkim i llojit shpjegues dhe eksplorues.

Ky punim kryhet për të treguar marrëdhënien që ekziston ndërmjet variablave të cilat janë marrë në shqyrtim. Ky është një proces sistematik i vazhdueshëm që përfshin mbledhjen,

regjistrimin, analizimin dhe interpretimin e informacionit për të përmirësuar njohuritë në fushën e analizimit të impaktit që ka borxhi publik në rritjen ekonomike si dhe financimet në kompanitë private. Për të kryer një punim sa më efektiv, kërkuesi shkencor duhet të mbështetet në pyetjet kërkimore të cilat janë një pjesë shumë e rëndësishme e një punimi cilësor. Sipas Gujarati (2004) një kërkim shkencor nis nga formulimi i saktë i pyetjeve kërkimore dhe hipotezave që analizohen, në mënyrë që t'u jepet përgjigje problemeve kryesore për të cilat hartohet dhe zhvillohet studimi kërkimor.

Ky studim kërkimor kërkon t'i japi përgjigje pyetjeve si:

Pyetja 1: A shpjegon modeli endogjen arsyen e ngadalësimit të rritjes ekonomike të Shqipërisë?

Pyetja 2: A ndihmon kapitali sipërmarrës në kapërcimin e problemit të investimeve të ulta në kërkim e zhvillim në Shqipëri?

Pyetja 3: Cilët janë faktorët që ndikojnë në nivelin e investimeve të kapitalit sipërmarrës?

Pyetja 4: Pse ekziston një hendek midis SHBA dhe Evropës dhe çfarë po bëjnë vendet e BE për të kapërcyer hendekun?

Pyetja 5: A ka ndonjë ndryshim në madhësinë e tregut të kapitalit sipërmarrës për të arritur raundin C të financimit për kompanitë start-up?

Pyetja 6: A i ka mundësitë Shqipëria për të zhvilluar tregun e kapitalit sipërmarrës?

Pyetja 7: A ka ndikuar borxhi publik i Shqipërisë në ngadalësimin e rritjes ekonomike të vendit?

Pyetja 8: Si ndikon niveli i korrupsionit në nivelin e rritjes ekonomike?

Natyra e pyetjeve kërkimore të përshkruara më sipër si dhe hipotezave që do të përshkruhen në vijim është e tillë që lejojnë të testohet vërtetësia e tyre. Po ashtu ato janë relativisht specifike dhe jo të përgjithshme, parashikojnë pasojat për të ardhmen si dhe kur vërtetohet e kundërta e tyre janë njësoj të rëndësishme për të nxjerrë disa përfundime të nevojshme këto për hartimin e politikave publike, për hartimin e politikave private nga kompanive private si dhe për të përdorur këto përfundime në studimet që do të hartohen në të ardhmen.

Mbas përshkrimit të pyetjeve kërkimore, një aspekt shumë i rëndësishëm i një punimi kërkimor është shpjegimi i qasjes kërkimore të punimit për të kuptuar jo vetëm nëse është arritur të gjendet mënyra optimale për adresimin e problemit primar kërkimor, por edhe për të vlerësuar saktësinë e rezultateve në drejtim të përgjithësimin të përfundimeve të arritura.

Për të realizuar këtë studim empirik kemi përdorur një qasje kërkimore deduktive, që lidhet me zhvillimin e hipotezave të mbështetura në literaturën bazë ekzistuese dhe në një model ekonometrik të mirëpërcaktuar mbi të cilat hartohet një strategji e caktuar kërkimore për të analizuar e testuar pikërisht pyetjet dhe hipotezat e marra në konsideratë në bazë të marrëdhënieve logjike tashmë të vërtetuara për të prodhuar literaturë kërkimore në fushën studimore që është punimi jonë.

Një aspekt tjetër i rëndësishëm në një studim kërkimor është strategjia kërkimore ku sipas Della Porta et al. (2008) një studim mund të jetë si cilësorë si sasiorë, për këtë arsye në këtë studim do të përdorim të dyja metodat e analizës si atë metodën sasiorë si metodën cilësorë. Ku në fakt më shumë peshë dhe rëndësi do të ketë metoda sasiorë pasi ky studim ka si synim të evidentojë marrëdhëniet ndërmjet variablave të ndryshme në një seri kohore të dhënash në analizë me qëllim matjen e sjelljes, karakteristikave dhe lidhjeve ndërmjet tyre. Në të tilla kushte mund të themi se një qasje e tillë përafrohet kryesisht me një kërkim deduktiv pasi në qëndër të hulumtimit sasior është mbledhja, vlerësimi dhe matja e observimeve empirike në terma matematikorë, pra të analizuarit statistikore dhe paraqitja e rezultateve numerike, në një

mënyrë të strukturuar, për të përfutur përfundime dhe gjetje përgjithësuese që mund të krahasohen me punimet e tjera të ngjashme.

3.2 Mbledhja e të dhënave dhe përpunimi i tyre

Për realizimin e këtij punimi do të përdorim të dhëna numerike dhe do të merremi me përpunimin e tyre. Para se të flasim për to është e rëndësishme të specifikohet se të dhënat që përdoren për testimin e hipotezave të ngritura dhe të përshkruara më sipër janë të marra nga institucionet përkatëse përgjegjëse për gjenerimin e tyre Crunchbase (databazë ndërkombëtare e të dhënave për kapital sipërmarrës). Në këtë analizë empirike vlera e madhësisë së kampionit të përdorur për studim është diktuar nga mundësia e gjetjes dhe disponibilitetit të të dhënave sekondare të raportuara ndër vite nga Banka Botërore dhe OECD për indikatorët kryesorë të nevojshëm për këtë studim. Më tej në varësi të metodologjive përkatëse të gjetjes së tyre shumë prej të dhënave janë përpunuar edhe më tej, për t'u përshtatur sa më shumë modelit ekonometrik të përzgjedhur për testimin e tyre.

Gjithashtu është e rëndësishme të specifikohet se mbledhja, përpunimi dhe analizimi i të dhënave është një ndër fazat më të rëndësishme në një punim kërkimor pasi nëpërmjet tyre mundësohet dhënia e rezultateve sa më të besueshme dhe të vlefshme për hipotezat që testohen. Të dhënat e studimit janë dytësore, seri kohore dhe i përkasin periudhës 2007-2019. Ato janë të dhëna vjetore.

Vlerat e serisë kohore të borxhit publik në raport ndaj Prodhimit e Brendshëm Bruto të skontuara janë gjeneruar si prodhim i vlerave të serisë së borxhit publik në raport ndaj Prodhimit e Brendshëm Bruto të pa skontuar me faktorin stokastik skontues si dhe janë marrë me çmime konstante për të evituar inflacionin. Kjo na zgjidh problemin e përlllogaritjes të normës së interesit të korrektuar, si dhe problemet e inflacionit. Të dhënat për borxhin

publik në raport me PBB me çmime kostante dhe PBB me çmime konstante i marrim gati nga Banka Botërore.

Po ashtu të dhënat mbi kapitalin sipërmarrës janë marrë nga pitchuork dhe si të tilla ne kemi bërë vetëm organizimin e tyre evitimin e të dhënave të pa nevojshme dhe pastrimin e tyre nga vlerat e munguara, nuk na u desh të bënim përpunime të mëtejshme të tyre.

Përsa i përket numrit të observimeve në modelin e parë empirik janë 168 ndërsa në modelin e dytë empirik janë 40.

Të dhënat mbi Venture capital kanë një frekuencë vjetore ashtu si dhe të dhënat mbi borxhin publik dhe rritjen ekonomike. Jemi koshientë që seritë kohore të marra në konsideratë janë relativisht pak pasi duhet të merret në konsideratë fakti se të dhënat për *kapitalin sipërmarrës* dhe kreditimin e tyre janë relativisht të vështira për tu gjetur për shumë shtete. Ndërsa përsa i përket të dhënave për borxhin publik në Shqipëri nuk duhet harruar se Shqipëria e filloi tranzicionin e saj vetëm në 1992 prandaj periudha 1992-1995 konsiderohet si një e dhënë tranzitore edhe për të dhënat, në të tilla kushte pjesa dërmuese e të dhënave mund t'i gjenim vetëm nga 1996 e në vijim. Ndërsa 2020 nuk e morëm në konsideratë edhe pse i gjetëm të dhënat paraprake megjithatë ato janë paraprake (estimate).

Si softëre statistikor për përpunimin e të dhënave do përdorim Gretl dhe STATA. Pas testimit të të dhënave është bërë analiza përshkruese statistikore dhe analiza e regresionit linear të shumëfishtë si dhe panel-at me fixed and random effect.

3.3 Te dhënat e formës seri kohore

Ekzistojnë disa forma organizimesh të dhënash për të bërë një studim të caktuar empirik. Ato mund të organizohen në: seri kohore, *cross-section* dhe panel data.

Në rastin tonë të dhënat janë të formës seri kohore të organizuara në panel. Analiza e serive kohore është fushë e veçantë e statistikës e cila është zhvilluar me një hov të madh pas viteve

të 1970-ta. Seritë kohore paraqesin nivelin e të dhënave numerike të dukurive të ndryshme, që kanë rregullim me renditje kronologjike në periudha të rregullta kohore.

Analiza e serive kohore në funksion të kohës nisët nga supozimi se në ndryshimin e dukurive të vrojtuar gjatë kohës kanë ndikim katër komponenta/faktorë:

- Trendi- tendenca zhvillimore e dukurisë në afat të gjatë;
- Variacionet ciklike, - lëkundjet në afat më të gjatë se një vjet;
- Variacionet sezonale- lëkundjet në afat të shkurtë brenda një viti;
- Variacionet e parregullta/reziduale- si variacione të rastësishme.

Nuk është e domosdoshme që çdo seri kohore tëi ketë të katër komponentet, mirëpo të gjitha përmbajnë komponentën e rastësishme. Një seri statistikore mund të mos ketë asnjërën nga komponentet, vetëm njëërën, dy ose tre. Seria që prezanton të dhënat vjetore nuk mund të përmbajë komponentët sezonale. Supozimi themelor gjatë prognozimit në analizën e serive kohore është: Faktorët që kanë ndikuar në nivelin e dukurisë në të kaluarën dhe në të tashmen do të veprojnë në të njëjtën mënyrë edhe në të ardhmen dhe nuk do të ketë ndikim të faktorëve të tjerë. Qëllimi kryesor i analizës së serive kohore është prognozimi / parashikimi i vlerave të dukurisë në të ardhmen (Greene, 2002). Vendimet mikroekonomike (në nivel ndërmarrjes) apo makroekonomike (në nivel kombëtar) mbështeten kryesisht në treguesit ekonomikë aktualë dhe në parashikimet e pasigurta që priten për to në të ardhmen dhe bazohen në modele të ndryshme ekonometrike, që ndërlidhin marrëdhëniet statike afatgjata të variablave të ndryshëm me dinamikat e tyre nën artin e supozimeve sa më realiste dhe të mjaftueshme për të shfrytëzuar të dhënat jo të plota në mënyrën më të mirë të mundshme.

Po ashtu modelet e regresionit linear mbështeten në minimizimin e shumës së katrorëve të mbetjeve duke lejuar vlerësimin e funksionit të kushtëzuar të mesatares ashtu edhe metodat e

regresionit të kuantileve mbështeten në minimizimin e mbetjeve absolute asimetrike të ponderuara për vlerësimin e funksionit të medianës me kusht si dhe gamën e plotë të funksioneve të kuantileve me kusht duke lejuar njëkohësisht edhe vlerësimin e ndikimit të koeficienteve regresivë në shkallën e dispersionit të shpërndarjes probabilitare parametrike dhe në vlerësimin e vektorit përkatës. Për pasojë të tilla modele mundësojnë vlerësime më të sakta pasi shmangin supozimet mbi shpërndarjet parametrike të gabimeve si dhe janë edhe më të përshtatshme për të dhëna që mund të vuajnë nga heteroskedasticiteti.

Një aspekt tjetër që duhet marrë në konsideratë është problem që lind me përdorimin e një pjese të të dhenave të marra në konsideratë në këtë studim është problemi i tendencës rritëse në periudhën afatgjatë (PBB, borxhi publik, rritja ekonomike) pra kemi të bëjmë me një trend. Kjo sidomos për variablat makroekonomike.

Nëse të gjitha variablat do të kenë një trend (të cilët mund të jenë *stochastic* apo *deterministic*) dhe nuk do të jenë stacionare atëherë mund të ndodh që të çojnë në regresione *spurie*.

Pra model që në aparencë mund të jetë perfekt por në të vërtetë mbetjet nuk respektojnë hipotezat klasike pasi variablat mund të jenë të ndërlidhura dhe jo stacionare (apo të dhenat mund të kenë problem me autokovariancën, pra të dhënat historike kanë një varësi ndërmjet tyre në instance të ndryshme të kohës).

Për të verifikuar nëse jemi në rastin e regresionit *spuria* do të përdorim testin e rrënjës unitare si të seritë e modelit si të mbetjet (Adkins, 2014). Testi që na mundëson këtë gjë është ai i Dickey and Fuller Augmented (KPSS) i paraqitur si më poshtë:

Hipotezat

Ho: Seria kohore ka rrënjë njësi (jostacionare)

Ha: Seria kohore është stacionare

Kriteri i vendimit:

Nëse $p > \alpha$, hipoteza bazë nuk mund të hidhet poshtë

Nëse $p \leq \alpha$, hipoteza bazë hidhet poshtë.

Pasi u bënë testet e stacionaritetit për të gjithë variablat, u pa që variablat që menduam të përfshimin në këtë studim janë disa stacionare dhe disa jo stacionare.

Për të evituar regresionet *spurie* duhet që ose të gjitha variablat të transformohen në stacionare ose të përdorim modelin VAR që na jap mundësinë e studimit ndërmjet variablave $I(0)$ variablave stacionare dhe $I(1)$ jo stacionare.

Ose në alternativë, nëse një variabël është jo stacionare atëherë duhet proceduar me transformimin e saj në variabël stacionare.

Nëse kemi një seri kohore, Y_t , me T observime $\{y_1, \dots, y_T\}$. *Covariance Stationarity*: është një proces stokastik, Y_t është *covariance-stationary* nëse plotëson kushtet e mëposhtëme:

$E(Y_t)$ është konstante (e pavarur nga t);

$\text{Var}(Y_t)$ është konstante (e pavarur nga t);

$\text{Cov}(Y_t, Y_s)$ është një fraksion i $t-s$ por jo i t apo s .

Nisur nga sa më sipër për të transformuar të dhënat nga jo stacionare në stacionare duhet të bëhet diferenca e një operatori me diçka tjetër: për shembull diferenca e logaritmeve të variablave me *order 1*.

Prandaj të gjitha variablat jo stacionare që kishim zgjedhur dhe të përshkruara më sipër i kemi bërë me anë të *log difference* në variabla stacionare dhe tashmë jemi në gjendje të procedojmë me modelin empirik.

Si model do të përdorim analizat regressive që studiojnë varësinë e një ndryshore, ndryshores së varur, nga një ose më shumë ndryshore (ndryshoret e pavarura), me qëllim vlerësimin dhe /ose parashikimin e vlerës mesatare të ndryshores së varur (popullimit) në varësi të vlerave të njohura të ndryshoreve të pavarura.

- Modeli i regresit linear të shumëfishtë është ekuacioni i trajtës:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + u$$

Ekuacioni që lidh vlerën mesatare të y me ndryshoret e pavarura x_1, \dots, x_k , quhet ekuacioni i regresit të shumëfishtë:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k$$

Parametrat β_i në përgjithësi janë të panjohur. Për ti vlerësuar ata, nisemi nga të dhënat e një zgjedhje.

Një zgjedhje rasti përdoret për të gjetur numrat b_i që shërbejnë si vlerësues pikësorë të numrave β_i .

Ekuacioni: $\hat{y} = b_0 + b_1 x_1 + \dots + b_k x_k$, quhet ekuacioni i vlerësuar i regresit të shumëfishtë.

Numrat b_i gjenden mbështetur në metodën e katrorëve më të vegjël. (Greene, 2002).

Duhet po ashtu specifikuar fakti se ne jemi të bindur që një regresion linear i shumëfishtë do të ketë me siguri probleme nga pikpamja ekonometrike

Ku një ndër problemet që duhet të kemi parasysh në këtë studim është dalja e vlerave shumë të larta të R^2 dhe problemeve të heteroskedasticitetit⁹. Për të vlerësuar nëse kemi prezencën e heteroskedasticitetit, do të përdorim Breusch Pagan Test¹⁰.

Hipotezat për Breusch Pagan Godfrey

⁹Pasojat e heteroskedasticitetit janë: Vlerësuesit e OLS dhe parashikimet e regresionit bazuar në to mbeten të paanshme dhe të qëndrueshme. Vlerësuesit OLS nuk janë më BLUE (Vlerësuesit më të mirë linearë të paanshëm) sepse nuk janë më efikas, kështu që parashikimet e regresionit do të jenë gjithashtu joefikase. Për shkak të mospërputhjes së matricës së kovariancës së koeficientëve të vlerësuar të regresionit, testet e hipotezave, (t-test, test-F) nuk janë më të vlefshme.

¹⁰ Breusch Pagan Test u prezantua nga Trevor Breusch dhe Adrian Pagan në 1979. Përdoret për të provuar heteroskedasticitetin në një model regresioni linear dhe supozon se termat e gabimit janë shpërndarë normalisht. Teston nëse varianca e gabimeve nga një regresion varet nga vlerat e ndryshoreve të pavarura.

H_0 : u_i kanë variancë konstante

H_1 : u_i nuk kanë variancë konstante

Kriteri për të marrë vendimin:

Nëse $p > \alpha$, hipoteza bazë nuk mund të hidhet poshtë

Nëse $p \leq \alpha$, hipoteza bazë hidhet poshtë

Një aspekt tjetër që duhet marrë në konsideratë në këtë studim është se nëse vendosim në një model si variabël të varur rritjen ekonomike dhe si variabël të pa varur rritja e borxhit me siguri do të kemi probleme të homogjenitetit për këtë arsye nevojitet të zgjedhim dhe të përdorim në këtë studim të paktën një variabël instrumentale.

3.5 Hipotezat kërkimore

Në këtë studim hulumtohen faktorët që ndikojnë në tregjet e kapitalit sipërmarrës në SHBA dhe Evropë. Duke analizuar të dhënat e OECD, gjatë vitit 2019, investimet në kapital sipërmarrës në Shtetet e Bashkuara arritën në 135 miliardë dollarë ndërsa investimet në kapital sipërmarrës në Evropë arritën në 12 miliardë dollarë, që përfaqëson vetëm 8% të investimeve kapitale të bëra në SHBA. Në të njëjtat raporte nga OECD tregohet se "në shumicën e vendeve, kapitali sipërmarrës përfaqëson një përqindje shumë të vogël të PBB-së, shpesh më pak se 0,05%".

3.5.1 Hipoeteza 1

A ndikon investimi në kërkim dhe zhvillim, taksat si dhe legjislacioni në rritjen e investimeve të kapitalit sipërmarrës?

Rishikimi i literaturës tregon se kapitali sipërmarrës është një faktor i rëndësishëm për zhvillimin ekonomik dhe inovacionin. Sidoqoftë, shumica e studimeve nuk kanë kryer një hetim dhe krahasim të plotë mbi ndryshimin në tregjet e kapitalit sipërmarrës midis SHBA dhe vendeve të tjera evropiane. Në këtë punim përdoren të dhëna panelësh (panel data) për këtë qasje për të hetuar sesi zhvillimi i tregjeve financiare, niveli i shpenzimeve për kërkim dhe zhvillim si dhe rritja ekonomike kanë ndikuar në tregjet e kapitalit sipërmarrës në 14 vende evropiane dhe amerikane. Duke përdorur të dhënat e panelit mund të hetohet ndërmjet vendeve dhe ndërmjet kohëve të ndryshme, se kush ndikon në ndryshimin e variablave të pavarur të kapitalit sipërmarrës.

Ndërsa të dhënat ndër-sektoriale në parim mund të kapin marrëdhëniet afatgjata midis variablave në fjalë, ato nuk duket se ndikohen nga ndryshimi i serive kohore. Nga ana tjetër, të dhënat e panelit përdorin të dy informacionet ndër-sektoriale dhe ato të serive kohore. Siç argumenton Temple (1999) "*studimet e të dhënave në panel do të jenë gjithnjë e më shumë mënyra më e mirë për shumë pyetje të ngritura, veçanërisht kur seria e të dhënave të disponueshme është gjithnjë e më e gjatë*". Dikush mund të mendojë gjithashtu se kjo do të përmirësohet edhe më tej pasi edhe teknikat e vlerësimit përmirësohen me kalimin e kohës. Metodologjitë e të dhënave panel janë vlerësuar kohët e fundit për aftësinë e tyre për të kapërcyer shumicën e problemeve të hasura në metodat sektoriale të rritjes ekonomike.

Sipas Bergheim (2008) modelet panel arrijnë të "kapin evolucionin e ekonomive me kalimin e kohës dhe të sigurojnë akoma një shkallë të mjaftueshme lirieje për të përfshirë një numër të arsyeshëm të regresorëve". Temple (1999) shton se të dhënat e panelit adresojnë problemet e "heterogjenitetit të pavëzhguar" dhe ndryshoren e paragjykuar të hequr (omitted variable bias.). Kjo vërehet më së miri në regresionet e rritjes sipas Islam (1995) i cili përdor të dhëna panel. Sipas tij, qasja e panelit është më e përshtatshme sesa metoda ndër-sektoriale

për të llogaritur "për dimensionet që nuk janë lehtësisht të matshme ose të vëzhgueshme në të gjithë vendet" (Islam, 1995, f1132).

Efektet e rastësishme apo fikse?

Ekzistojnë dy metoda të vlerësimit të të dhënave të panelit. Dallimi zakonisht bazohet në atë nëse η_i në ekuacionin 2, duhet të trajtohet si efekt fikse apo i rastësishëm:

$$y_{it} = x_{it} + \eta_i + u_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T, \quad (\text{Eku. 2})$$

Në ekuacionin 2, xit nënkupton variabla të vëzhgueshme që mund të ndryshojnë nga i në t , ndërsa η_i quhet efekti i pa vëzhguar dhe është i pandryshueshëm në kohë, ndërsa u_{it} janë gabimet idiosinkratike të cilat ndryshojnë ndërmjet t -sësi edhe ndërmjet i -së. Sipas Wooldridge (2002) efekti i rastit është sinonim me një korrelacion zero të supozuar ndërmjet variablave të vëzhguara shpjeguese dhe efektit të pavëzhguar:

$$\text{cov}(x_{it}, \eta_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T.$$

Ndërsa një efekt fikse do të thotë që dikush po lejon korrelacion midis efektit të pavëzhguar η_i dhe variablave shpjeguese të vëzhguara xit. Përfitimi i vlerësuesit të FE është më i preferueshëm nëse numri i njësive është relativisht i vogël dhe i natyrës specifike që e bën të rëndësishëm identifikimin e njësive. Shumica e studimeve të të dhënave panel përdorin vlerësues të efektit fik. Në një regresion të efektit fikse, merren parasysh një grup treguesish specifike të vendit. Këta të fundit janë të aftë të përfshijnë efektet e kombinuara të variablave të vëzhguara dhe të pavëzhguara. Kështu, kur përdoren modele të efektit të rastësishëm, përpiqet të kapen divergjencat e karakteristikave të ndryshme midis vendeve. Kur përdoren

modele me efekt fiks, përpiqet të kapen ndryshimet për shkak të alternimeve në kohë në ndryshoren e pavarur.

Variabli i varur është niveli i investimit të kapitalit sipërmarrës në të gjithë vendet (i) dhe me kalimin e kohës (t). Ndërsa variablat e pavarur janë nivelet e rritjes së PBB-së ("rritja β_1 "), niveli i kërkimit dhe zhvillimit në një vend (kërkimi "D2" dhe D), depërtimi i kredisë në ekonomi krahasuar me PBB (kredia " β_3 " ndaj PBB) dhe norma e paguar e tatimit të përgjithshëm në një ekonomi siç matet nga banka botërore (shkalla e taksës " β_4 ").

Venture capital Funds it = $\beta_0 + \beta_1 \text{GDPGroeth}_{it} + \beta_2 \text{research\&D} + \beta_3 \text{credit} + \beta_4 \text{taxrate}$

ose

"Kapitali sipërmarrës" Fondet e tij = " β_0 " + " β_1 rritja e GDP + β_2 kërkimi & zhvillimi + β_3 kredia + β_4 norma e taksës"

2.5.2 Hipoteza 2

Madhësia e tregut nuk ndikon në shpejtësinë e start-upeve për të arritur rrethin C të financimit.

Këtë hipotezë ne e vërtetojmë duke analizuar të dhëna mikroekonomike të përpunuara për 40 kompani që kanë arritur Rrethin C të financimit në SHBA dhe në Europë. Duke qënë se Europa njihet si një treg në zhvillim përse i përket kapitalit sipërmarrës dhe është dhjetë herë më e vogël se SHBA ne analizojmë nëse madhësia e tregut ndikon në shpejtësinë e firmave për të gjetur financim. Duke përdorur prova të nivelit mikroekonomik ngrihet pyetja nëse ka një ndryshim në kohën e fillimit të arritur rrethin e financimit të Serisë C në Evropë në krahasim me SHBA? Pasi janë hetuar disa nga faktorët e zakonshëm që shpjegojnë ndryshimet në investimet e kapitalit sipërmarrës, ky punim mundohet të hetojë nëse në

nivelin mikro mund të vërehen ndryshime në sjelljen midis kompanive fillestare në Evropë dhe SHBA. Një nga mënyrat për të matur se sa të zhvilluara janë tregjet e kapitalit sipërmarrës është matja e kohës së nevojshme për të arritur raundin e financimit të Serisë C. Analiza bazohet në të dhënat e marra nga Crunchbase për njëzet kompani të ndryshme në Evropë dhe SHBA që kanë arritur të mbledhin kapitalin e Serisë C. Kjo është një fazë e rëndësishme për kompanitë fillestare pasi kjo tregon që kompania është e qëndrueshme në treg dhe ka potencial për të rritur të ardhurat më tej në të ardhmen. Të dhënat janë zgjedhur rastësisht nga baza e të dhënave dhe u morën të dhëna për këto kompani nga financimi fillestar i farës deri në datën kur kompanitë arritën të mbledhin kapitalin e Serisë C. Në përgjithësi studimet e mëparshme sugjerojnë SHBA ka një treg më të zhvilluar të kapitalit sipërmarrës dhe për këtë arsye shuma që ata do të jenë në gjendje të mbledhin në kapital si dhe koha kur fillestarët do të arrijnë serinë C të raundit të financimit do të ishte më i shkurtër. Në të njëjtën kohë, analizohet se si Bashkimi Evropian është përpjekur të kapërcejë hendekun në financim krahasuar me SHBA. Ky punim analizon investimet e tyre në dy kapitale dhe tregon se fondet publike, megjithëse janë të rëndësishme për të ndihmuar tregun e kapitaleve në Evropë, ato gjithashtu çojnë në probleme në lidhje me përparësitë e financimit dhe fazat në të cilat fondet publike ndihmojnë fillestarët.

2.5.3 Hipoteza 3

Politikat zhvillimore të shtetit shqiptar nëpërmjet rritjes së borxhit kanë penguar rritjen ekonomike në vend.

Sipas studimeve të Reinhard and Rogoff, (2010); Panizza and Presbitero, (2012) dhe Perotti, (2012) rritja e borxhit publik gjeneron rritje të zhvillimit ekonomik të një vendi, ky korrelacion shkon deri në një farë pike, në vijim borxhi publik fillon të mos ketë më impakt në rritjen ekonomike të një vendi. Nisur nga ky afirmim hipoteza e tretë e këtij studimi është

që në Shqipëri borxhi publik ka pasur ndikim pozitiv në rritje ekonomike e niveli kritik i borxhit akoma nuk ka arritur në Shqipëri. Kërkesa për të marr borxh publik është variacioni i borxhit publik të përgjithshëm. Nëse shënojmë me B borxhin dhe N nevojën për borxh, i pari është një stok ndërsa e dyta është një fluks¹¹. Variacioni i stokut të borxhit në vitin t është $\Delta B_t = B_t - B_{t-1}$. Ku $\Delta B_t = N_t$.

Borxhi publik shprehet ne raport me PBB (Y), ku kjo e fundit është një fluks dhe si e tillë raporti borxh/PBB (dt) varet shumë se sa do jetë fluksi i rritjes së PBB-së. $dt = B_t/Y_t$ (Bagnai, 2013). Raporti nevojë për borxh/PBB jepet si: $nt = N_t/Y_t$. Nëse do të jepnim raportin e borxhit publik/PBB sot do të kishim: $B_t/Y_t = B_{t-1}/Y_t + N_t/Y_t$. Ky relacion tregon se borxhi publik ashtu si PBB ndryshon.

Borxhi i djeshëm në raport me PBB e sotshme nuk është i barabartë me raportin borxh publik dhe me PBB e djeshme. Pra nëse borxhi rritet si vlerë nga viti ne vit nuk është problem nëse kjo rritje është më e ulët sesa rritja ekonomike në vlerë pasi raporti borxh/PBB do të ulet.

Nese rritja e PBB së Shqipërisë në vitet e fundit ka qenë rreth 3% dhe nëse në vitin t kjo si vlerë ka qenë 103 i bie që në vitin t-1 të ketë qenë 100.

Atëherë kemi: $(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1} = Y_t = (103-100)/100 = 0.03 = 3\%$ ku 3% është rritja që e shënojmë me α . Ateherë kemi $B_t/Y_t = B_{t-1}/Y_t + N_t/Y_t$ ose ndryshe mund ta shkruajmë si $B_t/Y_t = B_{t-1}/(1+\alpha)Y_{t-1} + N_t/Y_t$ pra $B_t/Y_t = B_{t-1}/(1+\alpha)Y_{t-1} + N_t/Y_t$.

Tani mund të themi se $dt = dt_{-1}/1+\alpha + nt$. Nëse këtë përfundim do e krahasojmë me ekuacionin $B_t = B_{t-1} + N_t$ do të thonim se nga ekuacioni fundit dimë që borxhi sot është i barabartë me borxhin e djeshëm plus nevojën për borxh ndërsa ekuacioni $bt = bt_{-1}/1+\alpha + nt$ thotë qëbt është e barabartë me shumën e raportit të nevojës për borxh/PBB që i shtohet raportit borxh/PBB dhe i pjesëtuar me faktorin e rritjes $1+\alpha$. Nëse do të merrnim një

¹¹Muço, K., Hoda, N., & Kristiqi, D. (2018). Impactul Depozitului Public în Creșterea Economică a Albaniei. *Review of Management & Economic Engineering*, 17(4).

shembull numerik do të kishim që: në vitin t-1 do të kishim një PBB nominale 100 (po kaq marrim edhe borxh) ndërsa në vitin t kjo do shkonte në 103. Nëse nevoja për borxh në vitin t do të ish 6 atëherë borxhi në vitin t do të ish 106 pra shuma e borxhit në nivelin t-1 me fluksin 6 që kishim nevojë në vitin t.

Në vitin t-1 raporti borxh/PBB është $100/100=1=100\%$ ndërsa në vitin t është $106/103=1.029=102.9\%$.

Në vitin t PBB është rritur me 3% raporti nevojë/PBB = $6/103=0.058=5.8\%$ kur nevoja për borxh ish 6, borxhi u rrit me 6 ndërsa raporti borxh/PBB nuk është 5.8% sa raporti nevojë/PBB. Kjo për faktin se PBB rritet dhe raporti borxh/PBB fillestar “reduktohet” nga efekti i rritjes ekonomike. Për këtë duhet që borxhin fillestar nuk duhet të pjesëtohet më, me PBBt-1 por me PBBt ky është sensi i $1+\alpha$. Nëse do të zëvendësojmë me numra formulën $B_t/Y_t = B_{t-1}/(1+\alpha)Y_{t-1} + N_t/Y_t$ do të kishim: $1.029 = 1/1.03 + 0.058$.

Nga veprimet e mësipërme del qartë se borxhi publik është i lidhur ngushtë me rritjen ekonomike, pra ai mund të zgjidhet nga rritja ekonomike nëse kjo do të jetë e lartë. Edhe nëse do kemi të njëjtën nevojë për borxh por rritja ekonomike do të ishte me shumë sesa 3% që morëm në shembullin e mësipërm atëherë raporti borxh/PBB në fund të vitit do të ulet.

Anasjelltas nëse rritja do të jetë më e ulët sesa shembulli dhe nevoja për borxh do të jetë po aq raporti në fjalë do të përkeqësohet. Nga çfarë u përshkrua më sipër, lind natyrshëm pyetja, çfarë duhet të bëjmë në periudhën afatgjatë që këtë raport ta ulim apo ta mbajmë në ekuilibër?

Për t’ju përgjigjur pyetjes duhet të gjejmë se sa duhet të jetë nevoja për borxh dhe sa duhet të jetë rritja ekonomike. Përcaktimi i vlerave të këtyre të dyjave mund të japi përgjigjen e pyetjes sipër. Gjithsesi nëse do i referohemi literaturës ekonomike do të kishim opinione të ndryshme për t’ju përgjigjur pyetjes si: Chevherita dhe Rother (2010) thonë se nuk ka një

raport limit kjo varet nga rritja ekonomike e një vendi si dhe për çfarë shpenzohet ky borxh, pra sa rritje ekonomike gjeneron. Po ashtu edhe Tanzi me Schuknecht (1997) janë të njëjtit mendim se perspektiva dhe strategjitë ekonomike për rritjen ekonomike janë ato që përcaktojnë se sa duhet të jetë ky raport. Raporti borxh/PBB në vetvete është një raport jo shumë i saktë pasi varet jo vetëm nga borxhi por edhe nga PBB, nëse kjo e fundit do të ulet, nëse borxhi po ashtu do të rrijë konstant atëherë përsëri do të kemi një përkeqësim të këtij raporti. Sipas Marattin (2013) për ti dhënë përgjigje pyetjes më sipër duhet të bëjmë disa përlllogaritje dhe të marrim në konsideratë normën e rritjes ekonomike reale, koston mesatare nominale të borxhit, deflatorin e PBB, surplus primar, nevojën për borxh dhe raportin borxh publik/PBB. Ndërsa Bagnai (2013) i përgjigjet edhe me thjeshtë pyetjes lartë, sipas tij kemi:

$$\Delta bt - bt - 1 = \frac{1}{(1+\alpha)^{bt-1}} - bt - 1 + nt \text{ pra } \Delta bt = nt - \frac{\alpha}{(1+\alpha)} bt - 1.$$

Nëse ne duam që Δbt të barazohet me zero mjafton të zëvendesojmë në vendet përkatëse sa është nevoja për borxh e sa duhet të jetë rritja ekonomike në menyrë të tillë që barazimi i mësipërm të bëhet zero. Nëse duam të ulim Δbt atëherë mjafton që të kemi një normë rritje ekonomike dhe një nevojë borxhi të ulët. Ndërsa për të stabilizuar borxhin duke u nisur nga formula e fundit mund të arrijmë të themi se: $nt = (\alpha / (1 + \alpha)) * bt - 1$ pra vlera e raportit nevojë/PBB që stabilizon raportin borxh/PBB është e barabartë me normën e rritjes ekonomike duke e pjestuar me një plus normën e rritjes e gjitha kjo e shumëzuar me borxhin në vitin e kaluar. Pra ajo që është e rëndësishme nuk është vetëm nevoja për borxh por mbi të gjitha se çfarë bëhet me këtë borxh dhe çfarë impakti ka kjo nevojë në rritjen ekonomike të vendit. E thënë ndryshe nuk ka një limit të raportit borxh/PBB që përcakton nëse borxhi është pozitiv apo negativ e gjithë kjo varet nga si shpenzohet ky borxh dhe çfarë impakti ka në rritjen ekonomike.

Hipoteza 3: Modeli i endogjenoiteit shpjegon sesi korrupsioni frenon rritjen ekonomike në vendet e Ballkanit Perëndimor

Në këtë studim, duke përdorur të dhëna mujore të serive kohore, ne analizojmë se si në periudhën afatshkurtër dhe afatgjatë perceptimi i korrupsionit ndikon në shkallën e rritjes së ekonomive të tetë vendeve të Ballkanit: Bullgaria, Kroacia, Greqia, Maqedonia e Veriut, Rumania, Serbia, Sllovenia dhe Turqia). Dymbëdhjetë vendet përbëjnë të gjithë zonën, por ne kemi përjashtuar Shqipërinë, Bosnien Herzegovinën, Kosovën dhe Malin e Zi për shkak se në këto raste shumë pak të dhëna janë në dispozicion për të vlerësuar në mënyrë të sigurtë marrëdhënien midis CPI-se dhe rritjes ekonomike. Megjithatë 82% e të gjithë popullsisë së zonës është e përqendruar në tetë vendet që ne konsiderojmë.

Modeli që jemi duke analizuar mund të shpjegohet duke filluar me ekuacionin e mëposhtëm :

$$\ln(\text{GDP})_t = \alpha + \beta_1 \ln(\text{Cor})_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

ku PBB përfaqëson normën mujore të rritjes së ekonomisë;

Cor : është shkalla mujore e korrupsionit të ekonomisë e matur nga CPI, e ndërtuar nga Transparency International. Përdorimi i ekuacionit (1) çon në një problem të dyfishtë: së pari, ky lloj ekuacioni nuk ofron informacion mbi dinamikën afatshkurtër; së dyti, na duhet një metodë e cila duhet të jetë në gjendje të vlerësojë ndryshoret e karakterizuara nga luhatshmëria, dmth. I (0), por në të njëjtën kohë duhet të jetë në gjendje të vlerësojë edhe ato që nuk janë të palëvizshme, dmth. I (1). Pesaran, Shin dhe Smith (2001) kanë treguar se nëse ndryshoret përjashtojnë testet e rrënjës njësi *a priori*, atëherë do të jetë e mundur të përcaktohet bashkë-integrimi. Duke ndjekur këtë qasje, modeli që do të vlerësojmë merr formën vijuese :

$$\Delta \ln(GDP_i)_t = \alpha + \sum_{k=1}^n \gamma_{1,t-k} \Delta \ln(GDP)_{t-k} + \sum_{k=0}^n \gamma_{2,t-k} \Delta \ln Cor_{t-k} + \theta_1 \ln(GDP)_{t-1} + \theta_2 \ln Cor_{t-1} + \mu_t. \quad (2)$$

Ekuacioni (2) është një metodë ARDL , e cila bazohet në modelin e korigjimit të gabimit (ECM) të propozuar nga Engle dhe Granger (1987) . Eshtë në gjendje të sigurojë njëkohësisht rezultate afatshkurtra dhe afatgjata dhe është i fortë për mostrat e vogla. Duke marrë parasysh hipotezën e Pesaran, variablat janë I (0) ose I (1) . Efektet afatshkurtra të korrupsionit në rritjen ekonomike nxirren nga koeficientët e lidhur me ndryshoret e para të diferencës, ndërsa efektet afatgjata nxirren nga vlerësimet e θ_2 që normalizohen në θ_1 .

Pas zgjedhjes së numrit optimal të vonesave n (nga tre maksimumet) duke minimizuar Kriterin e Informacionit Akaike (AIC), ne do të vlerësojmë ekuacionin (2) duke përdorur OLS për secilin vend i .

Duke ndjekur qasjen e ARDL për “testimin e lidhur”, do të kishte një marrëdhënie bashkë integruese midis variablave vetëm nëse variablat e vonuar janë bashkërisht të rëndësishëm në vlerësimin e Ekuacionit (2). Në mënyrë që të konfirmojmë këtë, metoda që përdorëm bazohet në statistikën standarde F , e cila specifikon vlerat kritike për testin e tij F , të gjetur nga Pesaran, Shin dhe Smith (2001) për mostra të mëdha dhe Narayan (2005) për atë të vogël s . Nëse testi F është mbi "kufirin e sipërm", ne konkludojmë se ekziston ndarja e monedhës midis ndryshoreve. Nëse zbulohet se ajo është ndërmjet kufirit të sipërm dhe atij të poshtëm, rezultati nuk është përfundimtar. Së fundmi, nëse vlera është më e vogël se kufiri i poshtëm , variablat nuk janë të bashkë integruara. Për mostrat e vogla, siç është në rastin tonë, Narayan (2005) sugjeron një vlerë kritike prej 3.898.

Do të vazhdojmë të llogarisim koeficientët për të dyja afatet, afatshkurtër dhe afatgjatë, vetëm për vendet ku bashkëintegrimi verifikohet. Përndryshe vlerësojmë vetëm koeficientët afatshkurtër. Do të vëzhgojmë cilat vende përfitojnë nga një rritje e ICP-se në afatgjatë, ndërkohë që kërkojmë edhe për efektet nëafatshkurtër.

Kapitulli 4 Borxhi Publik Korrupsioni dhe Rritja Ekonomike

4.1 Hyrje

Hipoteza themelore është se borxhi ka një pasojë ekonomike negative në vend dhe politikat shtrënguese kanë më shumë efekt në vendet me financa të konsoliduara, ndërsa në vendet në zhvillim të tilla si Shqipëria shpesh sjellin një rritje edhe më të lartë të borxhit publik.

Objektivi final i këtij punimi është verifikimi empirik i idesë se në vendet në zhvillim, si Shqipëria dhe vendet e Ballkanit, borxhi publik dhe korrupsioni janë të dëmshëm për rritjen ekonomike dhe se investimi në ekonominë e re mundet të jetë një mënyrë shkëputjeje nga ky rreth vicioz.

4.2 Përshkrim i situatës makroekonomike

Gjatë dy dekadave të fundit, ekonomia shqiptare ka pësuar një sërë ndryshimesh të rëndësishme strukturore, të cilat kanë synuar kryesisht krijimin e një rritje të qëndrueshme ekonomike dhe një rritje të standardeve të jetesës në Shqipëri. Gjatë periudhës së lartpërmendur, vendi ynë ka mbajtur disi një rritje ekonomike pozitive me një mesatare prej rreth 4% në vit në 20 vitet e fundit, e cila ende nuk është në përputhje me kërkesat e një vendi që po përpiqet të marrë anëtarësimin në BE. Sipas një llogaritje të thjeshtë, nëse marrim në konsideratë rritjen ekonomike të Shqipërisë dhe rritjen mesatare të BE gjatë 2009-2014, do të na mbetet një rezultat prej 74 vjetësh që do t'i duhen Shqipërisë për të arritur këtë mesatare (Muço, 2015).

Megjithatë, qeveria shqiptare po përpiqet të afrohet me ekonominë e BE duke ndërmarrë disa reforma të liberalizimit që nxisin rritjen ekonomike. Këto të fundit kanë nxitur rritjen ekonomike, por shpesh këto reforma e ekspozojnë sektorin financiar me rreziqe të brendshme dhe të jashtme, nuk e kanë përmirësuar mjaftueshëm klimën e biznesit dhe në këtë mënyrë kanë shërbyer si një anti-stimul për rritjen ekonomike. Gjatë periudhës 2000-2010, ka pasur një zhvendosje të fuqisë punëtore nga sektorë me produktivitet të ulët, ku mund të

përmendim bujqësinë dhe industrinë e pazhvilluara, drejt atyre me produktivitet të lartë, siç është ndërtimi. Ky ndryshim së bashku me konsolidimin fiskal dhe stimujt më të lartë ndaj investimeve të huaja kanë kontribuar në rritjen mesatare vjetore ekonomike prej 4.8% (BB, 2010). Kjo analizë ka nisur nga viti 2000 e në vazhdim për të shmangur fillimin e viteve 90 dhe periudhën 1997-1998 kur ndodhi prishja strukturore.

Sipas Bankës së Shqipërisë (2011), rritja ekonomike ka ardhur si rezultat i përmirësimit të ndjeshëm të mjedisit të biznesit, energjisë, sektorit financiar, administratës tatimore dhe administrimit të financave publike. Këto politika të kombinuara me përshejtimin e investimeve publike patën një ndikim shumë pozitiv në zhvillimin ekonomik të vendit.

Gjatë viteve 2000-2008, rritja mesatare ekonomike e Shqipërisë ishte rreth 6% në vit, krahasuar me rritjen më të lartë vjetore të regjistruar prej 6.85% në 2008. Ky vit përkon me futjen e një norme të sheshtë prej 10%, gjë që dha shkas për një zyrtarizim të ekonomisë dhe solli një rritje të konsiderueshme të IHD-ve. Për më tepër, pati një rritje prej 64% të investimeve publike gjatë këtij viti duke llogaritur 0.8 miliardë dollarë.

Ndërsa kriza ekonomike globale filloi të vendosej, rritja ekonomike shqiptare ndjeu një ngadalësim nga 3.3% në 2009 në rreth 1.1% në 2013. Kjo rënie erdhi gjithashtu si rezultat i tre faktorëve kryesorë. Një prej tyre ishte rënia e konsiderueshme e dërgesave të emigrantëve që u përdorën kryesisht për konsum privat dhe investime. Faktori i dytë përfshin rënien e investimeve publike dhe së fundmi, kriza ekonomike që goditi Greqinë dhe Italinë, preku fuqimisht Shqipërinë pasi ata ishin dy partnerët strategjikë ekonomikë të vendit. Investimet publike arritën një lartësi prej 0.815 miliardë dollarë në 2009, por që prej asaj kohe kanë vazhduar të tkurren në një minimum të ri prej rreth 0.4 miliardë dollarë në 2016. Ballkani ka pasur vazhdimisht përplasje të kulturave dhe etnive për vite me rradhë. Ka pasur një presion të madh ndërkombëtar nga fuqitë ekonomike që ka ndikuar shumë në

rajonin në politikat e tij ekonomike. Shumë nga vendet e Ballkanit karakterizohen ende nga një e ardhme e pasigurt si në kontekstin e stabilitetit të brendshëm ekonomik ashtu edhe në kontekstin e integritit ndërkombëtar (Muço, 2014).

Duke parë vendet nga afër, është shumë interesante sesi vendet që nuk vuajtën dominimin e Perandorisë Osmane ishin të parat që u bënë pjesë e BE (Sllovenia në 2004, Bullgaria dhe Rumania në 2007, Kroacia në 2013). Vetëm kohët e fundit, vendet si Maqedonia, Mali i Zi, Serbia dhe Shqipëria kanë marrë statusin e kandidatit. Bosnja dhe Hercegovina mori pavarësinë e saj vetëm në 1992 dhe u pasua më vonë nga gjenocidi deri në 1995. Kjo e fundit së bashku me Kosovën e cila u bë e pavarur në 2008 do të duhet shumë më tepër vite përpara se të fillojë procesin e integritit. Ekziston një mendim i popullarizuar në vendet e Ballkanit që garanton se si anëtarësimi në BE do të jetë agimi i një epoke të re. Ky arsyetim bazohet në faktin se integrimi në BE do të mbështesë një stabilitet ekonomik dhe politik, dhe si pasojë do të çojë në një rritje të IHD (Carmignani, 2003), e cila do të rriste punësimin dhe do të sillte më shumë popuj miqësorë me shoqërinë për qytetarët (Estrin & Uvalic, 2013).

Që integrimi i vendeve të Ballkanit në BE të jetë i mundur, ka shumë kërkesa që duhet të plotësohen (Muço, 2015, Estrin & Uvalic, 2013). Ato përcaktohen nga institucionet ndërkombëtare si IMD, BB dhe BE dhe përfshijnë liberalizimin e shkëmbimeve të BE, privatizimin masiv, forcimin e institucioneve që garantojnë demokracinë dhe sundimin e ligjit, përmirësimin e mjedisit sipërmarrës, uljen e kuotës fiskale krijimin e një tregu të përbashkët në Ballkanin Perëndimor. Pas këtyre masave çuan në një rritje të konsiderueshme të investimeve të huaja në këto vende të cilat krijuan më shumë se 240,000 vende pune që nga viti 2003 dhe sipas BB (2017) ka llogaritur 48 miliardë dollarë neto në 27 vitet e fundit. Për më tepër, shkëmbimet tregtare me degët anëtare u rritën ndjeshëm, duke arritur një vëllim prej ku 70% të eksporteve të mallrave të rajonit shkojnë në BE.

Për sa i përket stabilitetit makroekonomik të vendeve të Ballkanit, shumica e tyre kanë pasur një rritje ekonomike relativisht të lartë gjatë viteve 1990-2017. Kjo kryesisht për shkak të faktit se një pjesë e madhe e këtyre vendeve sapo kishin dalë nga luftërat dhe konfliktet civile gjatë viteve 1990. Në vendet ballkanike duke qenë në rrethanat e një PBB për frymë rreth 4 ose 5 herë më të ulët se vendet ish-komuniste si Bullgaria dhe Kroacia (IvanStat, 2018), kjo ndikoi pozitivisht në një rritje të shpejtë të treguesve makroekonomikë si PBB-ja, Investimet dhe Konsumi për këto vende. Për më tepër, një rol të rëndësishëm në rritjen ekonomike të Shqipërisë, Kosovës dhe Maqedonisë pati rritja e vazhdueshme e flukseve të dërgesave nga emigrantët që banojnë në Evropën Perëndimore dhe Amerikë. Kjo situatë pozitive vazhdoi deri në një vit pasi filloi kriza globale e vitit 2008. Kjo e fundit ndaloi gjithashtu edhe rritjen e vendeve të Ballkanit Perëndimor. Kjo çoi në një rënie të investimeve të huaja me 10% në Shqipëri, dhe edhe më shumë në Serbi me 40% gjatë gjithë periudhës 2009-2012. Remitancat e lartpërmendura u përgjysmuan në 2013 dhe eksportet ranë ndjeshëm.

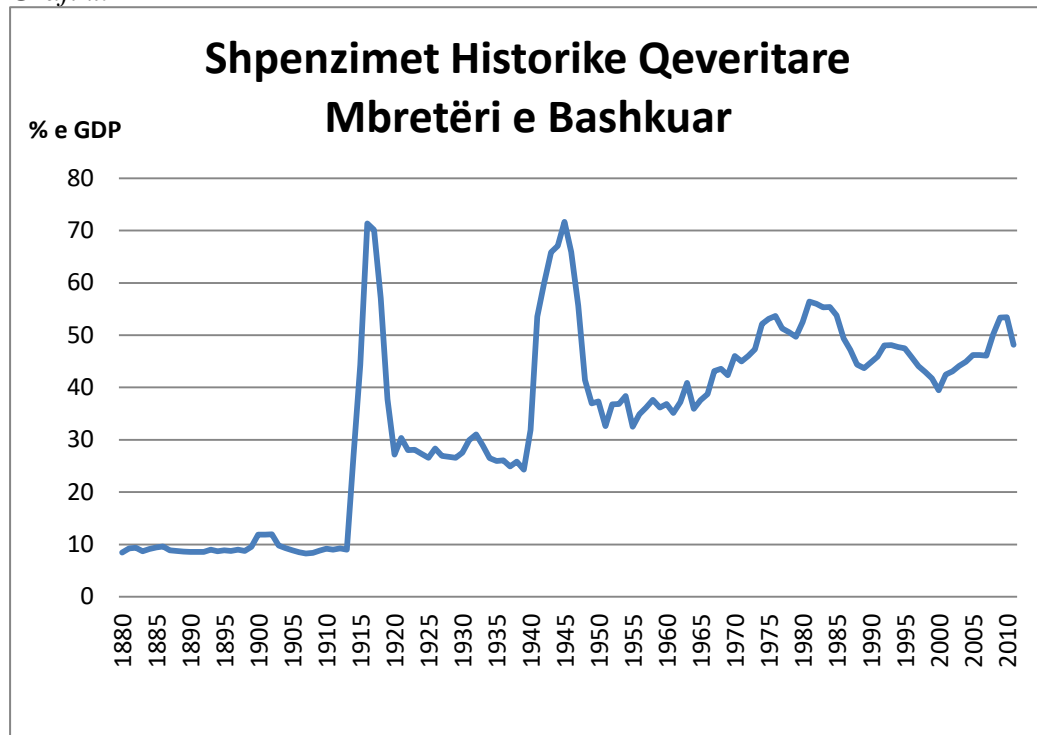
Një nga treguesit e tjerë të rëndësishëm që ka pasur të njëjtën tendencë lëvizjeje si investimet e huaja gjatë 27 viteve të fundit është konsumi. Në Shqipëri ai shkoi nga 844 dollarë për frymë, në 3490 dollarë për frymë dhe në 2970 dollarë për frymë, respektivisht në 1990, 2008 dhe 2012. Në Maqedoni u ul nga 3764 dollarë në 2008 në 3419 dollarë në 2012. Për më tepër, Mali i Zi kaloi nga 6624 dollarë për frymë në 2008 në 5475 dollarë për frymë në 2012. Në mënyrë të ngjashme, në Serbi ai shkoi nga 5034 dollarë që ishte në 2008 në 4004 dollarë për frymë në 2012. Konsumi është rritur në të gjitha këto vende që nga ajo kohë, megjithatë, në asnjë prej tyre nuk ka arritur nivelet e larta të vitit 2008.

4.3 Shpenzimet Publike

Shpenzimet publike u mundësojnë qeverive të prodhojnë dhe blejnë mallra dhe shërbime, në mënyrë që të përmbushin objektivat e tyre - siç janë sigurimi i të mirave publike ose

rishpërndarja e burimeve. Në këtë seksion ne analizojmë trende historike dhe pastaj kalojmë në analizimin e zhvillimeve të fundit në modelet e shpenzimeve publike në Shqipëri. Të dhënat e disponueshme afatgjata tregojnë se roli dhe madhësia e qeverive në të gjithë botën ka ndryshuar në mënyrë drastike në dy shekujt e fundit. Në vendet e hershme të industrializuara, posaçërisht, të dhënat historike tregojnë se shpenzimet publike u rritën jashtëzakonisht në shekullin e 20-të, pasi qeveritë filluan të shpenzonin më shumë burime për mbrojtjen sociale, arsimin dhe kujdesin shëndetësor.

Grafiku 1

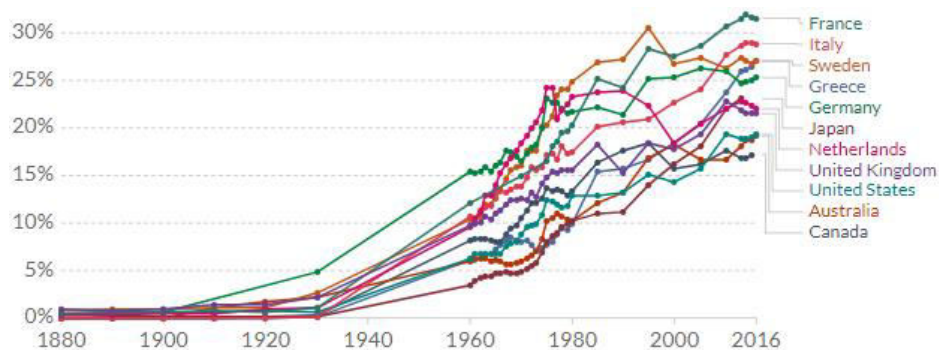


Grafiku i mësipërm është një shembull i shpenzimeve qeveritare të bëra nga Mbretëria e Bashkuar gjatë dy shekujve të shkuar. Sic vihet re në këtë grafik por edhe në të dhënat e tjera për shtetet e industrializuara shpenzimet qeveritare kanë njohur rritje konstante gjatë shekullit 20. Fillesat e shpenzimeve në rritje vihen re gjatë luftës së parë botërore ku të gjitha vendet e

industrializuara rriten shpenzimet ushtarake. Më pas me rolin ri të shtetit dhe me investimet për politika sociale apo shëndetësore shpenzimet qeveritare janë rritur në mënyrë konstante. Sot shumica e vendeve të industrializuara kanë shpenzimeve qeveritare që janë mesatarisht sa 50% e e PBB-së së vendeve të tyre. Siç pamë dhe në literaturën në Kapitullin 2 shpenzimet qeveritare të këtyre vendeve janë më të larta sesa është optimale për të garantuar rritje ekonomike sipas kurbën Amery. Shumica e vendeve të varfra sot janë në të njëjtën dilemë përse i përket rolit të shpenzimeve qeveritare për të garantuar rritje ekonomike.

Që nga viti 1980, rritja e shpenzimeve qeveritare është ngadalësuar në vendet e industrializuara - dhe në disa raste, ajo ka rënë në terma relativë. Sidoqoftë, përkundër ndryshimeve në nivele, në të gjitha këto vende shpenzimet publike si pjesë e PBB-së janë më të larta sot sesa para Luftës së Dytë Botërore. Sic pamë në Kapitullin 2 largimi i shteteve nga politikat Kejnsianiste në vitet 1980 coi në rikonceptimin e politikave publike duke ulur shpenzimet qeveritare. Megjithëse rritja e shpenzimeve publike nuk ka qenë e barabartë në të gjitha vendet, është akoma e jashtëzakonshme që rritja ka qenë një fenomen i përgjithshëm, megjithë ndryshimet e mëdha institucionale. Këto shtete në tersi rritën shpenzimet e tyre nëpolitika sociale ku në vende si Franca apo Italia ato përbëjnë 30% të PBB-së.

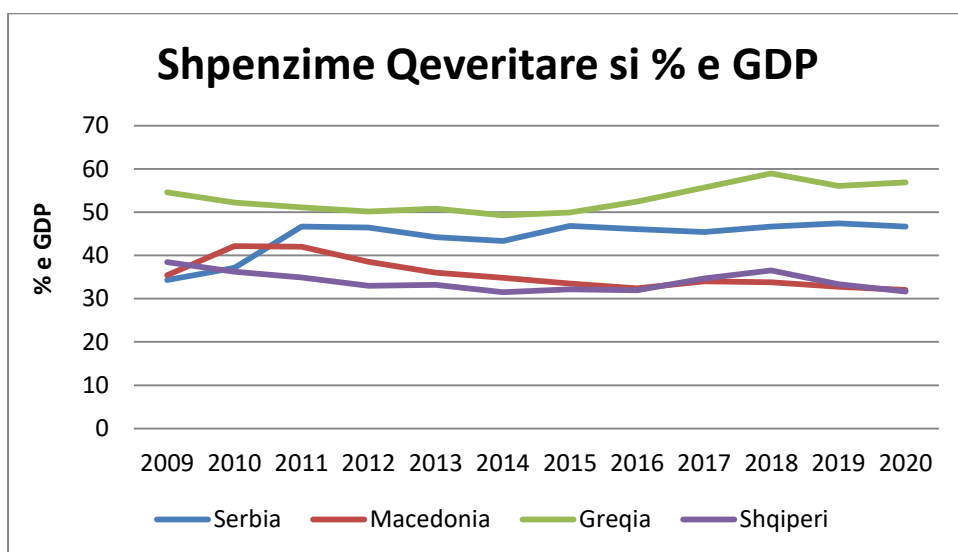
Grafiku 2: Shpenzimet Sociale si % e PBB-së



Burimi: OECD

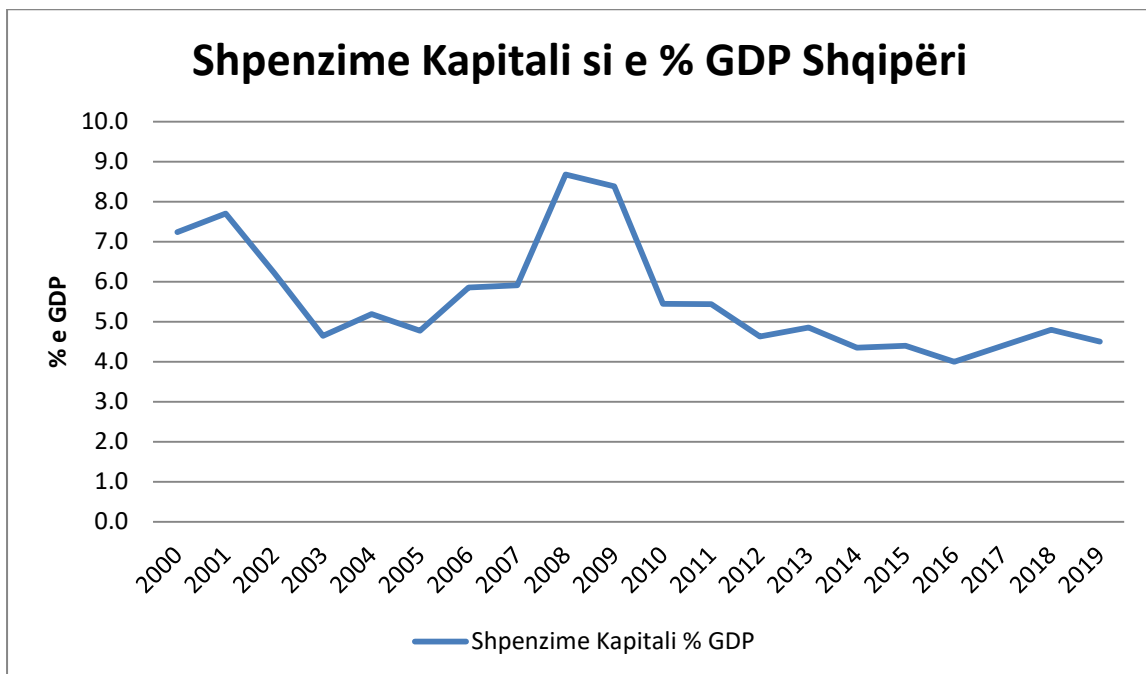
Në rast se krahasojmë të dhënat me vendet e Ballkanit vihet re se Shqipëria ka normën më të ulët të shpenzimeve qeveritare si % e PBB-së. Në 20 vitet e fundit duke anashkaluar dy tre vite Shqipëria nuk ka patur shpenzime qeveritare më të larta se 30% e PBB-së ndërkohë që shtete si Greqia apo Serbia kanë arritur deri në 50% të PBB-së. Duke u nisur nga teoria ekonomike e përmendur më sipër duket se këto vende kanë marrë borxh publik më të lartë për të nxitur rritjen ekonomike. Por ashtu sikundër dhe teoria e parashikon një nivel i lartë i shpenzimeve qeveritare është i dëmshëm për rritjen ekonomike siç tregon dhe rasti i shtetit Grek i cili në vitin 2008-09 hyri në një krizë të thellë borxhi duke çuar në rënie ekonomike - 25% të PBB-së.

Grafiku 3



Por në një analizë të mëtejshme vihet re se Shqipëria shpenzon më shumë se vendet e tjera të BE-së përsa i përket investimeve kapitale. Në tersi të dhënat tregojnë se në Europë gjatë vitit 2000-2020 vendet e BE-së shpenzuan sa 2.3% të PBB-së në shpenzime kapitale dhe pjesën tjetër e zunë shpenzimet sociale që arrinin mesatarisht 22% e PBB-së¹². Ndërkohë që Shqipëria ka shpenzuar mesatarisht 6% të PBB-së në investime kapitali kryesisht në infrastrukturë rrugore.

Grafiku 4

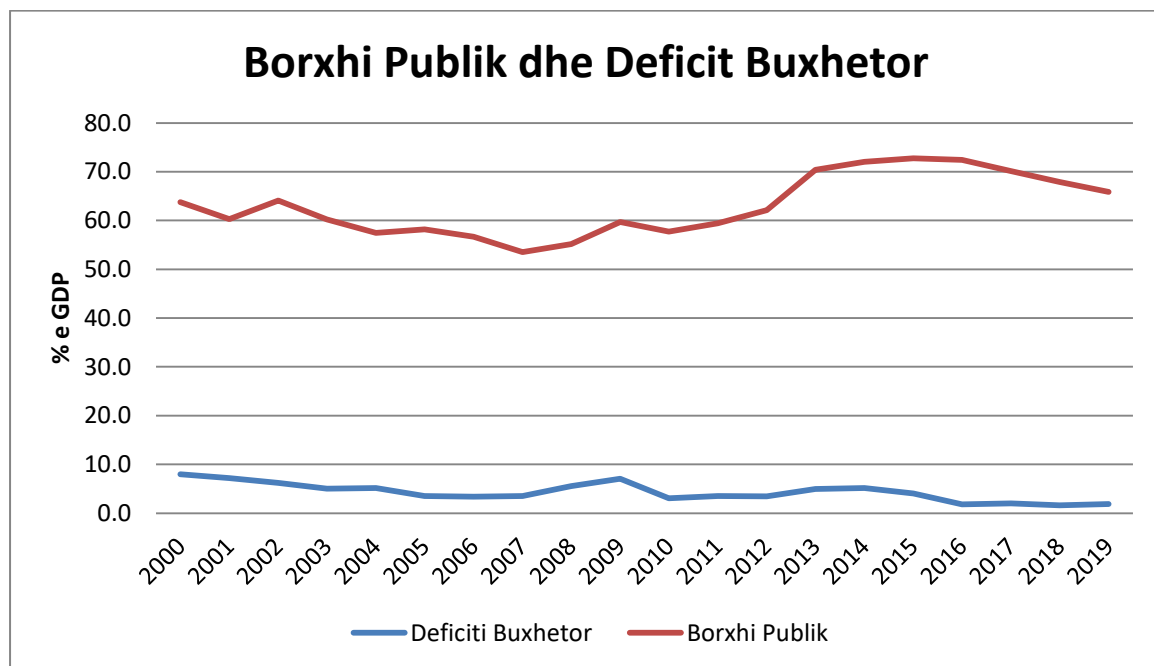


¹²<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5585032/KS-SF-12-033-EN.PDF/30f8523f-b9a9-4e3b-8e43-2bb983a4d472>

Gjatë viteve 1990 dhe gjatë gjithë periudhës së tranzicionit, Shqipëria është ndihmuar vazhdimisht nga institucione të ndryshme financiare ndërkombëtare dhe donatorë përmes granteve të buta dhe huave, me qëllim të ndërtimit dhe ristrukturimit të ekonomisë, ndërsa kaloi nga një ekonomi e centralizuar në një ekonomi tregu. Ndërsa Shqipëria po bënte më shumë hapa drejt zhvillimit, këto donacione bujare filluan të bien. Qeveritë shqiptare janë mbështetur vazhdimisht në tregjet financiare të brendshme dhe të huaja, të cilat i kanë ndihmuar ata të mbledhin fondet e nevojshme për investime publike. Buxheti i shtetit gjithmonë ka rezultuar në një deficit që zakonisht financohej nga huamarrja, dhe si pasojë çoi në një borxh publik që arriti nivele të larta krahasuar me tavanin 60% të vendosur nga ligji I financave publik. Rritja e borxhit u diktua dhe nga nevoja e masave antirecesion që po godiste ekonominë e vendit si pasojë e përhapjes së efekteve të krizës financiare të vitit 2008.

Gjatë kësaj periudhe, qeveria u përpoq të shmangte efektet e krizës nga vendet fqinje duke rritur ndjeshëm investimet publike. Huamarrja e shtuar e qeverisë për të ndjekur investimet publike çoi në rritjen e sipërpërmendur të deficitit.

Grafiku 5



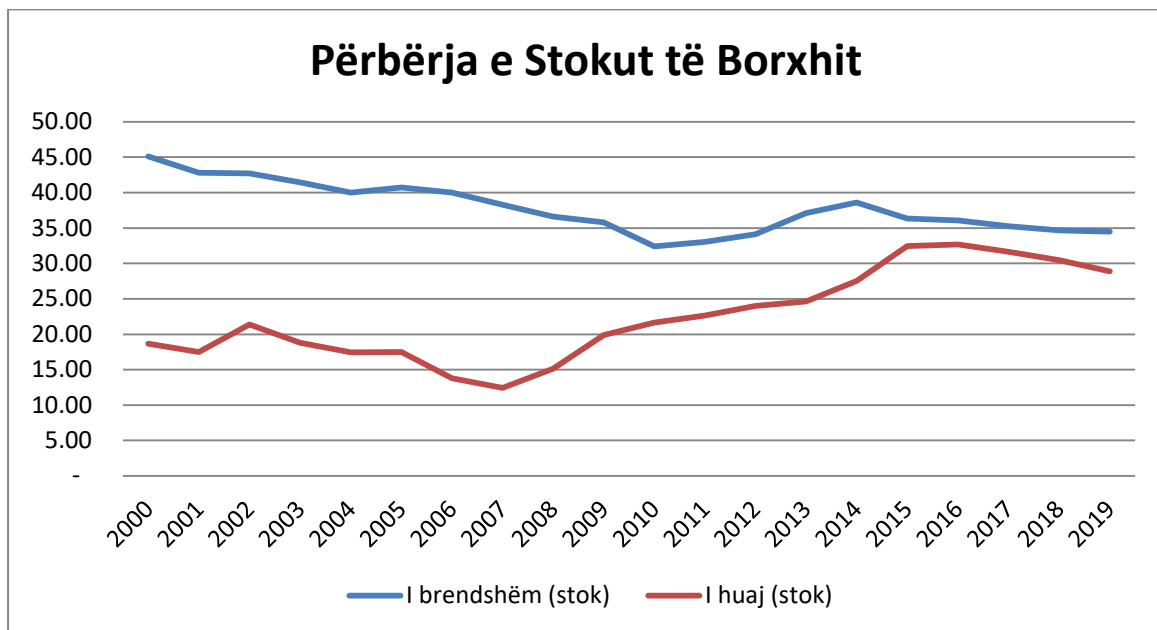
Gjatë viteve 2011-2015, pati një raund luhatjesh në rritje të deficitit buxhetor. Sidoqoftë, në dy vitet e fundit, qeveria ka punuar drejt uljes së tij përmes rritjes së konsolidimit fiskal dhe shtimit të taksave të reja. Ekspertët vendas të ekonomisë gjykojnë se këto politika shtrënguese janë negative sepse ato do të frenojnë konsumin, ndërsa sipas FMN ato do të jenë efektive duke ulur borxhin publik si dhe deficitin buxhetor ku ky i fundit ka mbajtur një nivel konstant prej 2% gjatë vitit 2016 dhe 2017.

Për sa i përket performancës së borxhit publik në Shqipëri gjatë gjithë viteve, mund të themi që 2016 shënon uljen e borxhit në krahasim me vitin paraprak për herë të parë që nga viti 2010. Borxhi ka pasur një rritje reale prej 1.2% në vit që nga viti 2000 deri më 2010. Vitet 2009 dhe 2013 shënojnë rritjen më të lartë në terma realë përkatësisht me 4.5% dhe 8.3%. Sipas raportit të Ministrisë së Financave (2016) nga 2005-2013 për çdo x shumë të borxhit, investimet janë rritur me $1.04 * x$, dhe kohët e fundit kjo e fundit është rritur me $1.74 * x$. Sidoqoftë, kjo rritje e investimeve për shkak të borxhit nuk është reflektuar në rritjen e PBB-së. Ndërsa, struktura e borxhit tani ka arritur një ekuilibër midis borxhit të jashtëm dhe atij të brendshëm përkatësisht 48% dhe 52%. Sipas monedhës, rreth 50% është e shprehur në lekë shqiptar, 34.9% në euro dhe 9.9% në dollarë.

Mbajtja e gjysmës së borxhit në monedhën vendase është një gjë pozitive, sepse demonstroi besim të drejtpërdrejtë në monedhën dhe ekonominë, gjë që është shumë e rëndësishme për uljen e rreziqeve që investitorët duhet të marrin në ekonominë shqiptare. Nëse shohim vendet e Ballkanit Perëndimor, të gjithë ata kanë pasur prirjen për të bërë privatizime masive. Duke pasur parasysh që shteti rrallë administron bizneset e veta, ata kanë zgjedhur shkombëtarizimin në mënyrë që të përmirësojnë menaxhimin e pasurive dhe kështu t'i transformojnë ato në ndërmarrje që ofrojnë shërbime fitimprurëse. Për më tepër, ka qenë gjithashtu një nga kërkesat e FMN-së që këto vende të privatizojnë ndërmarrjet shtetërore dhe si pasojë të ulin borxhin publik. Gjatë 27 viteve të tranzicionit ekonomik në Ballkan, ka pasur

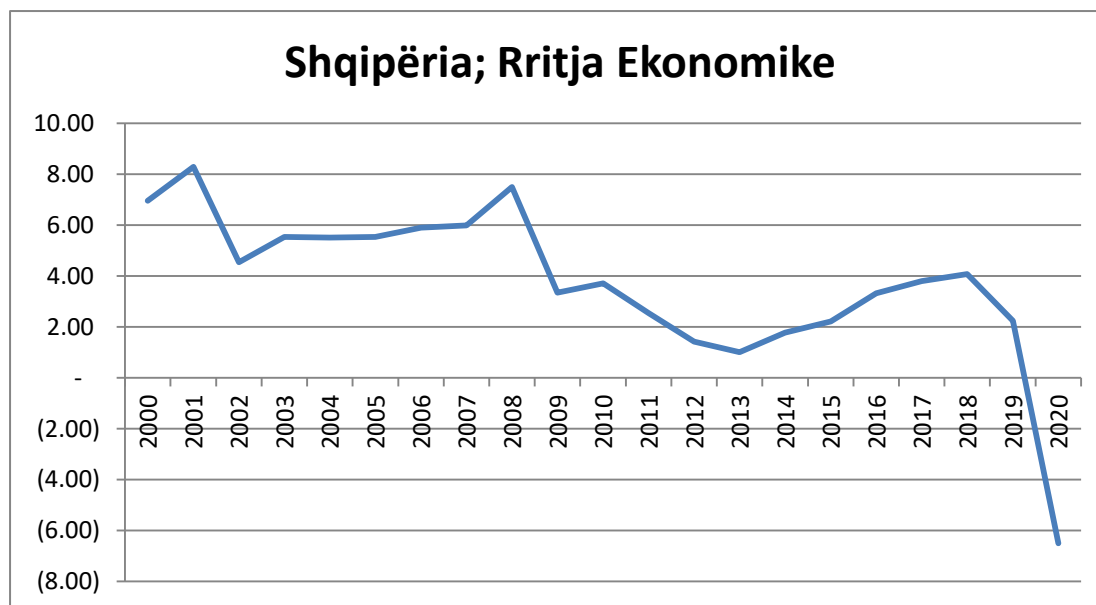
një sërë ndihmesh nga institucionet ndërkombëtare si FMN, IBRD, USAID dhe shumë privatizime të ndërmarrjeve shtetërore. Pavarësisht, ato nuk kanë ndihmuar në përmirësimin e financave publike. Kjo ndoshta për shkak të faktit se të gjitha këto vende kanë pasur një nivel të lartë të investimeve publike në infrastrukturë, ku në disa raste investimet kanë arritur deri në 25% të PBB-së, si në Rumani në 2005-2006, për shembull.

Grafiku 6



Për sa i përket përqindjes së rritjes së PBB-së, ajo përgjithësisht ka pasur një trend rritës midis të gjitha vendeve gjatë gjithë periudhës së tranzicionit. Vlen të përmendet se ka pasur një rritje të rëndësishme ekonomike për vende të tilla si Shqipëria, me një rritje prej 14% në 1999 ose Maqedoni, rreth 34% në 2001. Sidoqoftë, kjo rritje u ndal gjatë krizës ekonomike pas vitit 2009, ku në disa raste si Serbia e cila arriti vlera negative.

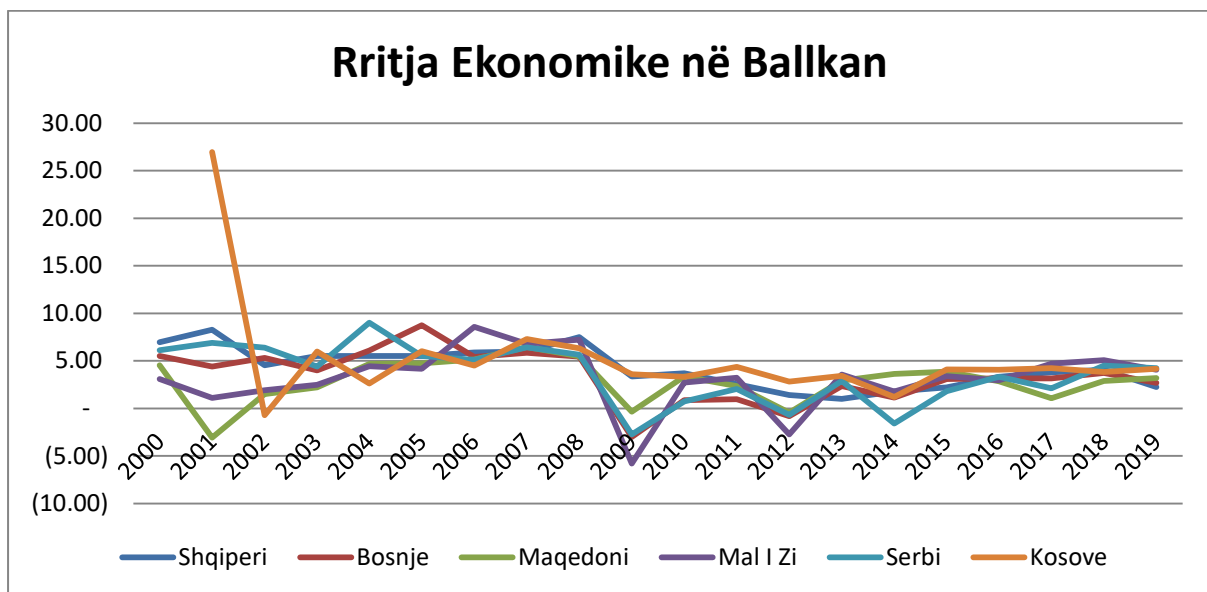
Grafiku 7



Si një ekonomi e vogël e hapur, me diversifikim të kufizuar ekonomik, Shqipëria mbetet në mënyrë të konsiderueshme e ekspozuar ndaj rreziqeve të jashtme dhe të brendshme. Vendi është veçanërisht i prekshëm ndaj thatësirave, plakja e popullsisë e kombinuar me emigrimin e vazhdueshëm të punëtorëve të kualifikuar, dherënie e ritmeve të rritjes ekonomike nga partnerët kryesorë tregtarë. Për më tepër, si rezultat i ende i lartë i borxhit publik thuhet në raportin e fundit të FMN (2020), nevojat relativisht të mëdha të financimit borxhit si dhe goditja negative e ardhur nga COVID-19 mund të minojnë shpejt financat publike të Shqipërisë dhe të dëmtojnë mundësinë e saj të financimit. Por gjithashtu ekspertët e FMN thonë se zgjatja e maturiteti të borxhit publik ka qenë gjithashtu i dobishëm. Si rezultat, rreziqet për kapacitetin e Shqipërisë për të shlyer borxhin paraqiten nën kontroll. Por niveli i sotshëm prej 82% e PBB-së bën që qeveria ta ketë të pamundur që të ndjekë politika fiskale ekspansioniste në rast të një goditjeje tjetër negative në ekonomi dhe për më tepër që niveli i

rritjes ekonomike të Shqipërisë ka nevojë për financime të mëtejshme të infrastrukturës publike si dhe zhvillimin njerëzor.

Grafiku 8



4.4. Modeli empirik mbi Borxhin publik dhe rritja ekonomike në Ballkan

Në mënyrë që të verifikohet në mënyrë empirike ndikimi i borxhit publik në rritjen ekonomike është zgjedhur një model empirik që bazohet në një ekuacion të konvergencës së kushtëzuar që lidh nivelin e rritjes së PBB-së për frymë me nivelin e të ardhurave për frymë dhe kursimet si PBB. Modeli është shtuar për të përfshirë nivelin e borxhit publik bruto si përqindje e PBB-së. Duke qenë se përdorimi i borxhit në formë lineare nuk do të jepte rezultate të konsiderueshme, është përdorur një ekuacion kuadratik në borxh. Kështu, kontrollohet ndikimi jo-linear i borxhit të qeverisë në rritjen ekonomike të një vendi.

Është zgjedhur një shembull i 9 vendeve të Ballkanit Perëndimor, përkatësisht, Shqipëria, Bosnje dhe Hercegovina, Bullgaria, Kroacia, Maqedonia, Malii Zi, Rumania, Serbia, Sllovenia. Megjithatë, disa të dhëna mungojnë për vende të caktuara, prandaj numri i vëzhgimeve është 117.

Ekuacioni bazë i vlerësimit është si më poshtë:

$$g_{it} = \alpha + \beta \ln(\text{GDP} / \text{cap})_{it} + \gamma_1 \text{debt}_{it}^2 + \gamma_2 \text{debt}_{it} + \delta \text{saving rate}_{it} + \text{pop.groëth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

- g_{it} = shkalla e rritjes së PBB-së për frymë
- $\ln(\text{GDP}/\text{cap})_{it}$ = logaritmi natyror i nivelit të PBB për frymë
- debt_{it} = publ bruto borxhit ic si përqindje e PBB-së
- savings rate_{it} = kursimet si përqindje e PBB-së

pop....

Eit...

Do të përdoret një model i efekteve fikse me të dhëna panel të korrigjuara për heteroskedasticitet në programin gretl.

Në mënyrë që të adresohet problemi mundshëm i endogjenitetit të ndryshores së borxhit, veçanërisht të shkakut të kundërt, do të përdoren 2 teknika të vlerësimit të ndryshores instrumentale: 1) duke përdorur vlera të mbetura të raportit borxh ndaj PBB-së (Cecchetti, Mohanty dhe Zampolli, 2011); 2) duke instrumentalizuar raportin e borxhit ndaj PBB-së me borxhin mesatar të vendeve të tjera në kampion (Checherita-Āestphal dhe Rother, 2012)

Modeli 1 : Modeli i efekteve fikse, duke përdorur 117 vëzhgime

Numri i grupeve të përfshira: 9

Numri i serive kohore: min 11, maksimumi 16

Variabli i varur: **GDP_kapi**

	<i>Coefficient</i>	<i>Std.error</i>	<i>t-stat</i>	<i>p-value</i>	
const	-11,6760	4,19705	-2,782	0,0064	**
					*
SavingsasofGDP	0,0974268	0,136478	0,7139	0,4769	
DebtGDP_1	0,164518	0,0967441	1,701	0,0920	*
DebtGDP_5	0,162194	0,0721700	2,247	0,0267	**
DebtGDPkatror	-0,225173	0,102048	-2,207	0,0296	**
Ln(GDP_cap)	7,28021e-	2,43053e-	0,2995	0,7651	
	06	05			

Mean dependent var	0,040957	S.D. dependent var	0,096518
Sum squared resid	0,847210	S.E. of regression	0,090694
LSDV R-squared	0,216001	Adjusted R-squared	0,106476
LSDV F(13, 101)	2,182904	P-value(F)	0,015201
Log-likelihood	122,2711	Akaike criterion	-216,5421
Schwarz criterion	-177,8717	Hannan-Quinn	-200,8424
rho	0,350712	Durbin-Ëatson	1,277691

Test i zakonshëm në regresorët –

Statistikë e provës: $F(6, 103) = 2,04564$

Me vlerën p (With p-value) = $P(F(6, 103) > 2,04564) = 0,0661655$

Test i ndryshimit të konstantës së grupeve -

Hipoteza zero: Grupet kanë një konstante të përbashkët

Statistikë e provës: $F(7, 103) = 2,81981$

Me vlerën p (With p-value) = $P(F(7, 103) > 2,81981) = 0,00995335$

Modeli me 117 vëzhgime do të ishte më i fortë nëse seritë kohore do të ishin më të gjata, por për mungesën e lartpërmendur të të dhënave kjo është gjithçka që mund të gjendej. Checherita dhe Rother (2010) përdorën një model të ngjashëm për vendet e zhvilluara në BE, ndërsa punimi po konsideron Ballkanin, i cili përfshin vendet e zhvilluara dhe ato në zhvillim.

Përdorimi i kushteve të mbetura të regresorëve si instrumente për të adresuar endogjenitetin ka qenë një praktikë e zakonshme me të dhënat makroekonomike, por në rastin e këtij punimi është më problematike për shkak të qëndrueshmërisë së lartë të ndryshores së stokut të borxhit. (Checherita dhe Rother, 2010)

Prandaj, për çdo vend dhe vit është llogaritur gjithashtu borxhi mesatar I qeverisë / PBB-në e të gjitha vendeve të tjera në kampion dhe është përdorur kjo variabël si një instrument. Duke supozuar se nuk ka efekte të forta të përhapjes ndërmjet niveleve të borxhit në vendet e Ballkanit dhe shkallës së rritjes së PBB-së për frymë në një vend specifik, kjo variabël instrumentale do të ketë avantazhin e të mos pasurit efekt të drejtpërdrejtë shkakësie mbi normën e rritjes, pra ky instrument është i nevojshme pasi borxhi publik dhe rritja ekonomike të vendosura në një korrelacion krijojnë probleme endogjeniteti (influencojnë rritjen e njëra tjetrës, kjo variabël e thyen këtë “shkakësi”. Përveç kësaj, problemi i endogjenitetit zbutet nga fakti se variabëli I borxhit është vonuar në vitin e parë dhe të pestë.

Modeli 2 : Modeli i efekteve fikse, duke përdorur 115 vëzhgime

Numri i grupeve të përfshira: 9

Numri i serive kohore: min 11, maksimumi 16

Variabli i varur: **GDP_kapi**

	<i>Coefficient</i>	<i>Std.error</i>	<i>t-stat</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,359012	0,280399	-1,280	0,2033	
SavingsasofGDP	-0,0578424	0,147605	-0,3919	0,6960	
DebtGDP_1	0,0835690	0,119936	0,6968	0,4875	
DebtGDP_5	0,0918057	0,0667846	1,375	0,1723	
DebtGDP_sq	-0,206153	0,117471	-1,755	0,0823	*
Ln(GDP_cap)	3,03891e-	2,92898e-	1,038	0,3020	
	05	05			
Averageforevery	0,244601	0,104141	2,349	0,0208	**
othercountry					

Mean dependent var	0,040904	S.D. dependent var	0,097353
Sum squared resid	0,860039	S.E. of regression	0,092278
LSDV R-squared	0,203997	Adjusted R-squared	0,091973
LSDV F(13, 101)	1,991068	P-vaue(F)	0,028824
Log-likelihood	118,3254	Akaike criterion	-208,6508
Schwarz criterion	-170,2218	Hannan-Quinn	-193,0526
rho	0,386370	Durbin-Ëatson	1,189857

Test i zakonshëm në regresorët-

Statistikë e provës: $F(6, 101) = 1,70504$

Me vlerën p (With p-value)= $P(F(6, 101) > 1,70504) = 0,127424$

Test i ndryshimit të konstantës së grupeve -

Hipoteza zero: Grupet kanë një konstante të përbashkët

Statistikë e provës: $F(7, 101) = 2,25075$

Me vlerën p (With p-value)= $P(F(7, 101) > 2,25075) = 0,0360467$

Në të dy modelet mund të shohim një marrëdhënie statistikisht shumë të rëndësishme jo-lineare midis raportit të borxhit publik dhe shkallës së rritjes së PBB-së për frymë për 9 vendet e Ballkanit që janë marrë në konsideratë, duke filluar nga 1996 në 2016. Statistikisht të dy modelet janë të rëndësishëm. Rëndësinë e modelit e evidentojmë me atë të vlerës së p, që merr vlera më të vogla se 5% për Debt me vonesën 5 dhe për DebtGDPsq në modelin e parë, pra me një gradë besueshmërie 95% është e rëndësishme. Ndërsa në modelin e dytë DebtGDPsqka një vlerë të p më të vogël se 10% pra është e rëndësishme me një gradë besueshmërie 90%. Vlera e p së modelit në kompleks është 0.015 dhe është më e vogël se F. Kjo tregon rëndësinë e modelit në kompleks.

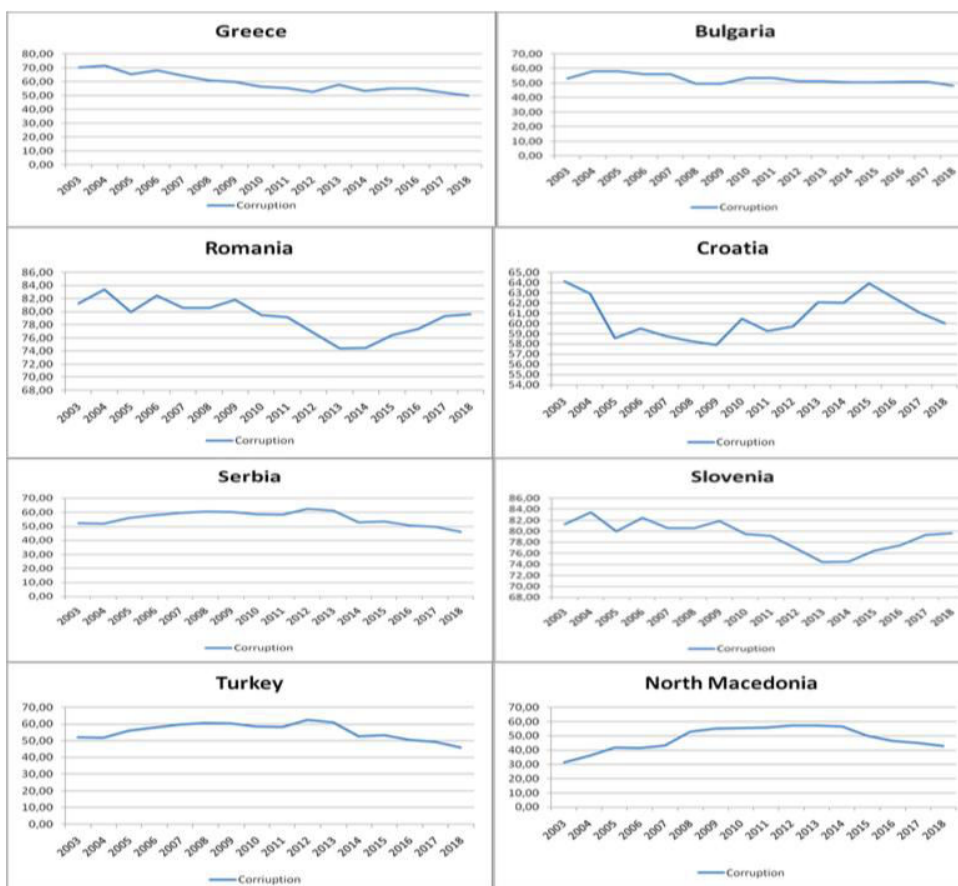
Si përfundim, mund të themi se borxhi publik ka një efekt negativ në rritjen ekonomike në periudhën afatgjatë, megjithatë, ky efekt varet nga kostoja e borxhit. E themi këtë pasi nëse do të shohim impaktin që ka borxhi në rritjen ekonomike me 5 vonesa në modelin e parë impakti i borxhit është pozitiv në rritjen ekonomike. Pra borxhi publik mund të stimulojë rritjen ekonomike por edhe mund ta pengojë atë. Diferenca bëhet nga kosto e borxhit dhe nga rentabiliteti i financimit të projektit të financuar me borxh. Nëse borxhi përdoret për të krijuar vende pune që përfundimisht do të stimulojnë konsumin, atëherë ripagimi i kapitalit dhe kostot e interesit nuk do të rrezikojnë situatën ekonomike ose të rrisin taksat për të shlyer borxhin (Greiner dhe Fincke, 2009). Për më tepër, nëse rritja e normës reale të interesit të

borxhit është më e lartë se rritja reale e PBB-së, kjo do të çojë në rritjen e raportit borxh / PBB.

4. 5 Modeli empirik i ndikimit të korrupsionit në rritjen ekonomike në Ballkanin Perëndimor

Ky seksion siguron vlerësimin e ECM (Ekuacioni (2)), për tetë vendet e Ballkanit që janë pjesë e shembullit tonë . Ne do të përdorim të dhëna mujore gjatë periudhës janar 2003 deri në dhjetor 2018. Grafiku 1 tregon performancën e ICP-se për tetë vendet e Ballkanit.

Grafiku 9. Performanca e indeksit të perceptimit të korrupsionit



Burimi: Ripunim mbi të dhënat nga Agjencia Ndërkombëtare e Transparencës , 2019

Trendi i ICP-së është në të gjitha rastet i ndryshueshëm . Gjatë periudhës së konsideruar ai është mesatarisht në rënie në Bullgari, Greqi, Serbi dhe Turqi; kjo do të thotë

që në këto vende korrupsioni ka tendencë të rritet me kalimin e kohës . Në vend të kësaj, prirja e CPI është mesatarisht në rritje në Maqedoninë e Veriut , që do të thotë se korrupsioni ka tendencë të ulet me kalimin e kohës .

Rumania dhe Sllovenia paraqesin një rrugë në rënie në dekadën e parë (2003-2013) dhe një trend në rritje në periudhën 2014-2018. Kroacia karakterizohet nga një prirje e gjatë në rritje në periudhën 2005-2015, e paraprirë nga një CPI rënëse e shkurtër, por e rëndësishme - nga 64 në 2003 në 59 në 2004 - dhe e pasuar nga një CPI në rënie - nga 65 në 2016 në 60 në 2010.

Trendi i rënies është afatgjatë në Bullgari (nga 59 në 2004 në 49 në 2018) , Greqi (nga 70 në 2004 në 50 në 2018) dhe Serbi (nga 60 në 2007 në 49 në 2018) . Tendencat në rritje në vend janë të qarta në Rumani (nga 74 në 2013 në 80 në 2018) , Maqedonia e Veriut (nga 30 në 2003 në 49 në 2014) dhe Turqi (nga 51 në 2003 në 61 në 2012) , ndryshe nga sa duket se është më e butë rritja në Kroaci (nga 58 në 2005 në 64 në 2015) . Pesë vende (Bullgaria, Greqia, Maqedonia e Veriut, Serbia dhe Turqia) paraqesin mesatarisht një CPI nën 6, duke treguar kështu një nivel mjaft të rëndësishëm të korrupsionit. Tani që e kemi të qartë trendin e indeksit të perceptimit të korrupsionit në periudhën e shqyrtuar, ne mund të vazhdojmë të analizojmë të dhënat. Tabela 1 ofron rezultatet për testin F. Në të tetë vendet ajo qëndron mbi vlerën kritike të sugjeruar nga Narayan (2005), dmth 3.898. Prandaj, ne nuk kemi nevojë të vazhdojmë me provën ECM_{t-1} dhe ne mund të hetojmë efektet afatshkurtra dhe afatgjata për të gjitha vendet

Tabela 2 . Test F i vendeve dhe prania e bashkë-integrimit

Vendet	F-testi	Bashkëintegrimi
Bullgaria	468,5487	Po
Greqia	102,5066	Po

Kroacia	478.9577	Po
Rumania	261,0294	Po
Sllovenia	257.3765	Po
Maqedonia e Veriut	29,56275	Po
Serbia	126.8950	Po
Turqia	76,94814	Po

Burimi: Ripunim mbi të dhënat nga Agjencia Ndërkombëtare e Transparencës dhe Eurostat

Tabela 2 dhe Tabela 3 tregojnë përkatësisht koeficientet e vlerësimit afatshkurtër dhe afatgjatë të marrë nga modeli (ekuacioni 2) për tetë vendet e konsideruara.

Ka maksimumi tre vonesa për korrupsionin dhe dy për rritjen ekonomike, vlera e testit t tregohet në kllapa.

Tabela 3. Të dhëna afatshkurtra për vende të ndryshme

	Afatshkurtër						
	Konst	dl_cor	dl_cor_1	dl_cor_2	dl_cor_3	dl_GDP_1	dl_GDP_2
Bullgaria	0,09175 90 ** (2,230)	0,81914 8 *** (2,230)	-0,102624 (, 1,343)	0,095520 1 *** (3,348)	- 0,03420 74 *** (2,861 -)	0,095920 0 (1,060)	,0,10724 6 *** (3,190 -)
Greqia	0,14725 2 * (1,742)	0,78420 7 *** (13,64)	0,009526 02 (0,4713)	- 0,004746 67 (,50,5311)	- 0,03964 63 (1,570 -)	- 0,006313 44 (,20,2807)	0,024741 6 - * (,7 1,767)
Kroacia	0,24115	0,84028	0,055523	0,052366	0,07502	-	-

	1 ** (2,443)	5 *** (15,11)	5 (1,629)	3 (1,652)	28 ** ** (2,364 -)	0,038774 5 (,3 1,370)	0,031016 9 (1,268 -)
Rumania	0,14691 1 ** (2,473)	0,87590 2 *** (16,21)	0,022202 6 (0,9973)	0,022350 6 (1,057)	- 0,01891 39 (,0,8017)	0,038730 4 * * (, 1,703)	0,038315 1 - * (,7 1,714)
Sllovenia	0,14546 4 *** (2,771)	0,71023 4 *** (11,65)	0,045225 3 ** (2,289)	0,029204 3 (1,450)	- 0,10242 0 *** (3,003 -)	- 0,023882 7 (0,9034 -)	- 0,012631 9 (,0,5066)
Maqedonia e Veriut	0,06014 50 (1,020)	0,65441 8 *** (5,982)	0,060291 0 ** ** (2,540 -)	- 0,001872 06 (12 0,1217)	- 0,10133 7 *** (2,784 -)	0,056754 2 ** (2,260)	- 0,100304 (, 1,183)
Serbia	0,30895 6 ** (2,100)	0,76010 5 *** (11,45)	0,028717 9 (0,8901)	- 0,047862 8 (,6 1,638)	0,04697 46 ** ** (2,195 -)	-0,116255 (1,028 -)	0,070413 6 ** (2,222)
Turqia	0,16518 7 *** (2,881)	0,77053 6 *** (11,46)	0,039965 8 (1,377)	0,040738 3 (1,623)	- 0,03781 36 (1,220 -)	- 0,049858 1 (1,232 -)	- 0,047806 8 (,41,446)

Tabela 4 . Të dhëna afatgjata për vende të ndryshme

	Afatgjatë	
	l_GDP _1	l_kor _1
Bullgaria	0,0109894 *** (2,966)	0,00204592 (0,1715)
Greqia	0,0207740 ** ** (2,215 –)	0,0352732 *** (3,085)
Kroacia	0,0270546 ** ** (2,355)	0,0100574 ((0,4851)
Rumania	0,0217042 ** (2,380 –)	0,0403145 * (1,681)
Sllovenia	0,0134224 ** (,52,531)	0,0186372 ((1,599 –)
Maqedonia e Veriut	0,00876850 ((0,7360)	0,000886638 (0,05186)
Serbia	0,0339093 * (1,918 –)	0,0225573 ((0,9682)
Turqia	0,0148299 *** *** (2,604)	0,000160681 – (0,01269)

Burimi: Ripunim i të dhënave nga Agjencia Ndërkombëtare e Transparencës dhe Eurostat

Koeficientët afatshkurtër për vonesën e tretë të variabëlilit të pavarur *dl_cor* tregojnë shenjë negative të pranishme në të gjitha vendet , që do të thotë se rritja ekonomike do të rritet kur korrupsioni të ketë tendencë të rritet , dmth kur indeksi i Perceptimit të Korrupsionit të ketë një trend rënës.

Por në fund të periudhës afatshkurtër - siç tregohet nga koeficientët jo të vonuar të *dl_cor* - dhe në planin afatgjatë , CPI lidhet pozitivisht me normën e rritjes që do të thotë se kur korrupsioni rritet në planin afatgjatë rritja ekonomike do të ulet .

Siç shihet në Grafikon 1, Bullgaria paraqet për të gjithë periudhën 2003-2018 një CPI në rënie. Vlerësimi i punimit tregon- duke pasur parasysh vonesën e tretë për variablin *dl_cor* - në afatshkurtër një korrelacion negativ midis rritjes ekonomike dhe ICP: një rritje e korrupsionit shoqëron një rritje të normës së rritjes së ekonomisë . Por ky rezultat dobësohet

përnjëherë sapo marrim në konsideratë vetëm dy vonesa, kohë kur lidhja bëhet pozitive dhe madhësia e koeficientit e lartë (0,09 kundrejt -0,03) . Rasti i Serbisë është i ngjashëm.

Për sa i përket Greqisë, periudha afatshkurtër karakterizohet gjithashtu nga një ndikim negativ i korrupsionit në rritjen ekonomike, dmth kemi një korrelacion pozitiv midis CPI dhe normës së rritjes ekonomike. Koeficientët e vonuar që lidhen me CPI-në janë negative, por jo të rëndësishëm . Në planin afatgjatë situata konfirmohet : kemi një korrelacion pozitiv midis CPI-së dhe shkallës së rritjes ekonomike për Greqinë, megjithëse madhësia e koeficientit domethënës afatgjatë është më e ulët (0,03) sesa madhësia e koeficientit domethënës afatshkurtër (0,78) .

Situata për Turqinë është e ngjashme me atë greke në periudhën afatshkurtër , siç tregohet në Grafikon 1, CPI ka një trend të ngjashëm. Megjithatë në rastin e Turqisë, marrëdhënia afatgjatë midis CPI dhe rritjes ekonomike është negative edhe pse statistikisht e parëndësishme .

Në Kroaci (të paktën që nga viti 2005), Rumani dhe Maqedoninë e Veriut , tendenca e CPI-së po rritet, që do të thotë se korrupsioni ka tendencë të bjerë. Kroacia dhe Maqedonia e Veriut nuk paraqesin një korrelacion të rëndësishëm midis CPI -së dhe shkallës së rritjes afatgjatë, ndryshe nga Rumania, ku ulja e korrupsionit ka efekte pozitive në rritjen ekonomike. Afati i shkurtër karakterizohet nga një korrelacion pozitiv përmes të cilit rritja e CPI mbështet rritjen e PBB-së . Sidoqoftë, në Kroaci dhe Maqedoninë e Veriut , vonesat e treta të dl_{cor} paraqesin një shenjë negative dhe janë statistikisht të rëndësishme, që do të thotë se në këto dy vende marrëdhënia midis shkallës së rritjes dhe korrupsionit mund të përfaqësohet si një kurbë J: kur rritet CPI-ja, dmth korrupsioni zvogëlohet, atëherë në një moment të parë rritja ekonomike do të ulet (shih koeficientin referuar vonesës së tretë të dl_{kor}), por më vonë ai do të rritet (shih koeficientin e dl_{korit} të mbetur).

Në Tabelën 4, 5 dhe 6 prezantohen vlerësime të reja në të njëjtën mostër duke përzgjedhur numrin optimal të vonesave duke përdorur metodën Akaike Information Criterion (AIC) . Rezultatet e vlerësimeve të reja nuk çojnë në ndryshimin e komenteve tona.

Tabela 5. F-testi i vendeve dhe prania e bashkë-integrimit pas përmirësimit të Akaike

Vendet	F-testi	Bashkëintegrimit
Bullgaria	468,5487	Po
Greqia	99,43956	Po
Kroacia	478.9577	Po
Rumania	87,67751	Po
Sllovenia	257.3765	Po
Maqedonia e Veriut	29,56275	Po
Serbia	126.8950	Po
Turqia	100,3660	Po

Burimi: Ripunimi i të dhënave nga Agjencia e Transparencës Ndërkombëtare dhe Eurostat

Tabela 6 . Të dhëna afatshkurtra për vendet e ndryshme pas Akaike

	Afatshkurtër						
	Konst	dl_corru pM	dl_corrup M_1	dl_corrup M_2	dl_corrup M_3	dl_GDP M_1	dl_GDP M_2
Bullgari	0,0917	0,81914	-0,102624	0,0955201	0,0342074	0,095920	,0,10724
a	590 ** (2,230)	8 *** (2,230)	(, 1,343)	*** (3,348)	*** *** (- 2,861)	0 (1,060)	6 *** (3,190 -)

Greqia	0,1581 95 * (1,849)	0,78872 6 *** (14,06)	na	na	Na	0,009132 15 (0,8938)	- 0,029643 3 *** (- 2,640)
Kroacia	0,2411 51 ** (2,443)	0,84028 5 *** (15,11)	0,0555235 (1,629)	0,0523663 (1,652)	- 0,0750228 ** (-2,364)	- 0,038774 5 (-1,370)	- 0,031016 9 (-1,268)
Rumani a	0,1418 32 ** (2,466)	0,87899 8 *** (16,96)	na	na	Na	- 0,010683 1 (-1,499)	- 0,010133 7 (-1,450)
Slloveni a	0,1454 64 *** (2,771)	0,71023 4 *** (11,65)	0,0452253 ** (2,289)	0,0292043 (1,450)	-0,102420 *** (- 3,003)	- 0,023882 7 (-0,9034)	- 0,012631 9 (-0,5066)
Maqedo nia	0,0601 450 (1,020)	0,65441 8 *** (5,982)	- 0,0602910 ** (-2,540)	- 0,0018720 6 (-0,1217)	-0,101337 *** (-2,784)	0,056754 2 ** (2,260)	- 0,100304 (-1,183)
Serbia	0,3089 56 ** (2,100)	0,76010 5 *** (11,45)	0,0287179 (0,8901)	- 0,0478628 (-1,638)	- 0,0469746 ** (-2,195)	- 0,116255 (-1,028)	0,070413 6 ** (2,222)
Turqia	0,1713	0,77284	na	na	Na	-	0,001423

	03 *** (3,004)	8 *** (11,63)				0,001278 56 (-0,1103)	63 (0,1396)
--	-------------------	------------------	--	--	--	-----------------------------	----------------

Burimi: Ripunimi i të dhënave nga Agjencia e Transparencës Ndërkombëtare dhe Eurostat

Tabela 7. Të dhëna afatgjata për vendet e ndryshme pas Akaike

	Afatgjatë	
	l_GDPM_1	l_corrupM_1
Bullgaria	-0,0109894 *** (-2,966)	0,00204592 (0,1715)
Greqia	0,0213646 ** ** (2,280 -)	0,0320197 *** (2,625)
Kroacia	0,0270546 ** ** (2,355)	0,0100574 ((0,4851)
Rumania	0,0198506 ** (2,360)	0,0319035 * (1,871)
Slllovenia	0,0134224 ** (,52,531)	0,0186372 ((1,599 -)
Maqedonia e Veriut	0,00876850 ((0,7360)	0,000886638 (0,05186)
Serbia	0,0339093 * (1,918 -)	0,0225573 ((0,9682)
Turqia	-0,0145881 *** (-2,744)	0,00616108 ((0,5677)

Burimi: Ripunimi i të dhënave nga Agjencia e Transparencës Ndërkombëtare dhe Eurostat

Ne përdorim teste të qëndrueshmërisë për të vërtetuar vlerësimet e ECM për periudhën në shqyrtim.

Ekziston testi RESET i quajtur gjithashtu Ramsey (*Regression Equation Specification Error Test*), është një test mbi formën funksionale të një modeli dhe mbi heqjen e mundshme të variablave përkatës. Ka një vlerë kritike që është 3.84. Koeficientët që janë nën këtë prag nënkuptojnë mungesën e vetë-korrelacionit të mbetjeve, në rastin tonë ato do të duket se janë më të larta.

Duke ndjekur literaturën mbi ECM, ky punim gjithashtu përdor testin LM (*Lagrange Multiplier*), për të parë nëse ekziston një autokorrelacion.

Testet CUSUM (*Shuma Kumulative*) dhe CUSUMQ (*Shuma Kumulative e Sheshit*), të cilat u zbatuan nga Broën, Durbin dhe Evans (1975), u përdorën gjithashtu për të testuar mbetjet e modelit.

Për të parë dashamirësinë e vlerësimeve të ndryshme është raportuar AdjR² (*Rregulluar R²*).

Tabela 8. Testi i qëndrueshmërisë

Vendet	Rivendos	LM	CUSUM	CUSUMq	Adj R ²
Bullgaria	50,330921	2,95835	s	Ne	0,955381
Greqia	46,800886	5,0504	s	ne	0,832501
Kroacia	37,929575	3,74913	s	ne	0,876775
Rumania	103,554776	10,5379	s	ne	0,950671
Sllovenia	109,386661	7,16241	s	ne	0,899280
Maqedonia e Veriut	28,350890	3,45473	s	ne	0,701698
Serbia	10,078619	9,19353	s	ne	0,804619
Turqia	75,232437	0,170134	s	ne	0,870588

Burimi: Ripunimi i të dhënave nga *Agjencia e Transparencës Ndërkombëtare* dhe Eurostat

Përfundime

Analiza e indeksit të perceptimit të korrupsionit bën të qartë se për periudhën që kemi marrë parasysh, korrupsioni ka qenë gjithmonë i pranishëm në nivelet përkatëse në tetë vendet e zonës së Ballkanit. Kjo tregon se korrupsioni në këto vende shpesh bëhet një faktor kulturor, i cili është i vështirë për t'u parandaluar dhe luftuar. Në këtë punë, duke u nisur nga kjo situatë,

ne kemi ekzaminuar dhe verifikuar në mënyrë empirike ndikimin që ka korrupsioni në periudhën afatshkurtër dhe afatgjatë në rritjen ekonomike të vendeve.

Analiza empirike tregon se në një kontekst ku korrupsioni po bie, si në Kroaci dhe Maqedoni, rritja gjithmonë ndikohet në një periudhë afatshkurtër dhe pastaj rritet. Në anën tjetër një rritje korrupsioni mund të shoqërohet me një normë rritje të rritjes së GDP-së në afat të shkurtër, si në Bullgari, Serbi, Slloveni, por në fund të afatit të shkurtër dhe në afat të gjatë korrupsioni ndikon negativisht në rritjen ekonomike të vendeve .

Prandaj, intuita e mëposhtme teorike mund të konfirmohet: në planin afatgjatë, kostot shoqërore të shoqëruara me korrupsionin janë të konsiderueshme, duke u bërë e vështirë për të mbajtur barrën politike, ekonomike dhe sociale e duke çuar në një nivel të lartë korrupsioni, duke rënduar klasën më të varfër, e cila gjithashtu përpiqet për të hyrë në shërbimet bazike publike. Korrupsioni na inkurajon që të mos ndjekim rregullat e ligjit, ai minon besimin e mbajtur në lidhje me institucionet politike dhe në fund të fundit dëmton konkurrencën e tregut.

Si përfundim, mund të themi se megjithëse korrupsioni mund të shihet si një faktor që ndihmon rritjen ekonomike duke përshpejtuar procesin burokratik, për shembull, nëse shohim më gjerësisht, do të shohim se ai në të vërtetë pengon zhvillimin duke përkeqësuar perspektivat e ardhshme.

Kapitulli 5 Faktorët që ndikojnë në nxitjen e kapitalit sipërmarrës

5.1 Hyrje

Kapitali sipërmarrës është një formë e financimit e përdorur nga kompanitë e sapo krijuara (start-up) për të mundësuar rritje të kompanisë në industri me risk më të lartë se tregjet tradicionale. Kryesisht kapitali sipërmarrës shërben për të mundësuar financim në industri të tilla si shërbime softuare apo dhe biokimi. Kjo formë financimi është zhvilluar kryesisht në

SHBA në vitet 1950 dhe ka rezultuar si një ndër format më të suksesshme të financimit të bizneseve inovatore sot në botë. Ndërkohë pas suksesit të vërejtur në SHBA, sidomos me krijimin e “cluster investimesh” si Silicon Valley, dhe shtete të tjera në dy dekadat e fundit kanë krijuar instrumente ligjorë apo dhe financiarë për të zhvilluar këtë formë financimi për të garantuar konkurrueshmëri të kompanive dhe për rrjedhojë punësim dhe rritje ekonomike afatgjatë. Sipërmarrjet e reja të cilat operojnë në tregje me potencial të lartë të zgjerimit kanë vështirësi në fillimet e tyre për të gjeneruar mjaftueshëm financim për aktivitetin e tyre për shkak të pasigurive të mëdha të zhvillimit të biznesit. Për këtë arsye financimi tradicional bankar bëhet i vështirë për këto sipërmarrje dhe dhe për rrjedhojë mënyra alternative financimi si Kapitali Sipërmarrës shndërrohet në një mekanizëm të rëndësishëm për zgjerim pasi roli i tyre nuk kufizohet vetëm në financim por gjithashtu në mentorim, lidhje me aktorë industrial dhe një rrjet të tërë të sistemeve mbështetëse që mundëson në shkallë të gjerë zgjerimin e modeleve të sipërmarrjeve të reja.

Por zhvillimi i tregut të kapitalit sipërmarrës nuk është i thjeshtë dhe SHBA mbetet tregu më i zhvilluar në botë. Të dhënat e OECD, gjatë vitit 2019, tregojnë se investimet përmes “venture capital” në Shtetet e Bashkuara të Amerikës arritën në 135 miliardë dollarë, ndërsa në Evropë ishin vetëm 12 miliardë dollarë, që përfaqësojnë 8% të investimeve kapitale të bëra në SHBA. Në të njëjtat raporte nga OECD tregohet se "në shumicën e vendeve Europiane kapitali sipërmarrës përfaqëson një përqindje shumë të vogël të PBB-së, shpesh më pak se 0,05%". Për këtë arsye ky punim analizon arsyet përse SHBA është më e suksesshme se Europa në zhvillimin e këtij tregu dhe për më tepër për të analizuar masat e ndërmarra nga BE për të ngushtuar këtë diferencë në financim mes tyre. Duke qenë se Shqipëria gjithashtu do të bëhet anëtare e BE-së dhe është në proces integrimi politik dhe ekonomik me këtë rajon zhvillimi i infrastrukturës ligjore dhe analiza e potencialit të zhvillimit të tregut të kapitalit

sipërmarrës bëhet e domosdoshme në vitet e ardhshme sidomos pas krizës ekonomike të krijuar nga COVID-19. Sipas Bankës Botërore megjithëse zhvillimi i tregut të kapitalit sipërmarrës është i nevojshëm për vendet e Ballkanit Perëndimor sërisht pengesat rregullatore e bëjnë të vështirë të vendosen mekanizmat e financimit dhe investimet në mbështetje të firmave. Dhe edhe kur ekziston një financim i tillë privat masat ligjore janë të cingura duke shtyrë firmat që të kërkojnë financim tradicional bankar ose të kërkojnë grante qeveritare që kanë kushte dhe monitorim performancë më të dobët sesa kapitali sipërmarrës¹³.

Nevoja e diskutimit mbi kapitalin sipërmarrës bëhet dhe më i rëndësishëm për ekonominë tonë sidomos duke patur parasysh rritjen e borxhit publik ndër vite dhe në veçanti post COVID-19. Borxhi publik është një nga treguesit më të rëndësishëm makroekonomikë për shkak të ndikimit të tij në ekonominë e çdo vendi. Literatura sugjeron që efekti ndryshon në secilin vend në varësi të nivelit të zhvillimit ekonomik dhe faktorëve të ndryshëm strukturor. Borxhi publik ka një ndikim të drejtpërdrejtë në rritjen ekonomike të vendit, por ka mendime të kundërta në mesin e ekonomistëve në lidhje me nivelin e përdorimit të borxhit publik, sidomos në situata të vështira në vendet në zhvillim. Dy linjat kryesore të mendimit janë: teoria e neutralitetit të borxhit dhe teoria konvencionale, të cilat do të shpjegohen në detaje në kapitujt vijues.

Stiglitz (2007) argumenton se është thelbësore për vendet në zhvillim të tilla si Ballkani të dinë që përveçse barrës së madhe që i vendos një ekonomie, borxhi publik mund të shkaktojë edhe një rënie ekonomike që çon në falimentimin e një vendi (rasti i Moldavisë dhe Argjentinës). Sidoqoftë, sipas tij, kjo situatë i atribuohet jo vetëm kushteve ekonomike, por edhe huadhënësve të papërgjegjshëm që nuk arrijnë të analizojnë me saktësi aftësinë paguese të një vendi dhe cilësinë e investimeve për të cilat është përdorur borxhi. Ndonjëherë janë vetë huadhënësit ata që inkurajojnë politikë-bërësit të marrin hua më shumë sesa ajo që mund

¹³<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34644/153777.pdf>

të përballojnë. Si pasojë, ka më shumë hapësirë për politikë-bërësit të ndërmarrin aktivitete korruptive duke abuzuar me fondet e huazuara. Rastet tipike janë përdorimi i borxhit për infrastrukturën rrugore ose punë të tjera madhore. Në përgjithësi, fondet e konsiderueshme që mbështesin politikat stimuluese të zhvillimit ekonomik inkurajojnë sjelljen korruptive të zyrtarëve publikë (Acconcia & Cantabene, 2008).

Opsioni i "shpëtimit" është një nga arsyet e tjera pse shumë vende marrin hua shumë të mëdha dhe krijojnë një borxh jo të shëndetshëm ndaj ekonomisë. Domethënë, të shpëtojmë nga borxhi duke marrë dhe më shumë borxh. Greqia u ndihmua nga vendet e Bashkimit Evropian dhe FMN, pavarësisht nga huatë publike të tepruara, joefektive dhe të korruptuara. Veçanërisht, në vendet në zhvillim, ky rast paraqet një situatë ku rreziku moral është më i lartë dhe politikanët kanë një qëndrim më pak të përgjegjshëm ndaj borxhit publik. Ky cilësim është perfekt për krijimin e një rrethi vicioz, sepse borxhi nuk do të gjenerojë të ardhura në ekonomi dhe do të duhet të mbulohet nga më shumë borxhe dhe politikanët e tjerë do të vazhdojnë të bëjnë investime publike për qëllime politike. Por zhvillimi i qëndrueshëm afatgjatë është një çështje që shkon përtej raportit të tij me borxhin publik. Kur vendet arrijnë në tavanet e pranueshmërisë së borxheve publike dhe rritja ekonomike është anemike, vendeve ju duhet të gjejnë mënyra alternative të vendosjes së vendit në një trajektore më të lartë të rritjes. Një mënyrë alternative që ofron ky studim është përmes tregut të kapitalit sipërmarrës (venture capital) e cila mund të përdoret në të ardhmen më së shumti drejt ekonomisë së re dhe strukturave ekonomike më të sofistikuar.

5.2 Përcaktuesit e zhvillimit të tregut të kapitalit sipërmarrës

Në këtë seksion shpjegojmë disa prej faktorëve kryesorë që ndikojnë në zhvillimin e industrisë së kapitalit sipërmarrës. Ky seksion është i nevojshëm të kuptohet sidomos pasi është analizuar efektet pozitive që kanë kapitali sipërmarrës në rritje ekonomike, në gjenerim

punësimi dhe në inovacion dhe kërkim dhe zhvillim. Literatura tregon se për të patur një industri të zhvilluar të kapitalit sipërmarrës është e domosdoshme të kemi një mjedis ligjor, tregje kapitale të zhvilluara, nivel taksimi konkurrues dhe inkurajues për këtë industri.

Mjedisi Ligjor

Shumë studime përpiqen të përcaktojnë se si institucionet ligjore në një vend ndikojnë në tregjet e kapitalit sipërmarrës. Përjasje të ndryshme janë kryer gjatë viteve për të treguar se **institucionet e forta ligjore**— duhet sqaruar kjo shprehje sepse vetë ligji është institucion... - ndikojnë në sjelljen e fondeve të venture capital në mënyrën se si ata angazhohen me kompanitë fillestare. Lerner dhe Scholar (2005) për shembull kanë studiuar 210 investime nga firma private të kapitalit ndër vite. Hulumtimi i tyre tregon se firmat e kapitalit sipërmarrës janë më të prirura të bëhen pronarë të bizneseve fillestare në ato vende ku ligjet(ose institucionet) janë të dobëta. Prandaj, ata zvogëlojnë rrezikun duke u bërë pronarë të drejtpërdrejtë të ndërmarrjes sesa duke përdorur forma të tjera angazhimi si aksionet e preferuara të konvertueshme. Fuqia e institucioneve ligjore është shumë e rëndësishme pasi tek kompanitë ndikon në sasinë e kapitalit të sipërmarrjeve që janë të gatshme të angazhohen dhe në të njëjtën kohë ndikon në kthimin e vete kapitalit të sipërmarrjeve. (Lerner J. a., 2005) Sidoqoftë, studime të tjera tregojnë se kapitali i sipërmarrjes zakonisht përdor njohurinë e tij për të imponuar kontrata për start-upet pavarësisht nga fuqia e institucioneve ligjore. Sipas Kaplan (2007) kapitalet e sipërmarrjeve me përvojë zakonisht imponojnë kontrata që janë të ngjashme për nga sjellja me ato në SHBA dhe institucionet ligjore kanë pak rëndësi në sjelljen e tyre dhe nuk ka asnjë ndryshim midis kapitalit të sipërmarrjeve që operojnë në SHBA me ato në Evropë. (Kaplan, 2007)

Në studimin influences të La Porta (1982) gjithashtu theksohet rëndësia ligjore në zhvillimin e sipërmarrjes dhe financimit të saj. Ky studim ekzaminon ligjet që rregullojnë mbrojtjen e investitorëve, cilësinë e zbatimit të këtyre ligjeve dhe përqendrimin e pronësisë në 49 vende

të botës. Analiza sugjeron se ligjet ndryshojnë dukshëm në të gjithë botën, megjithëse në shumicën e tyre vendet tentojnë t'u japin investitorëve një set të drejtash mjaft të kufizuara. Në veçanti, vendet, rregullat juridike të cilave vijnë nga common law tradita ka tendencë për të mbrojtur investitorët në mënyrë të konsiderueshme dhe më shumë se sa vendet, ligjet e të cilave kanë origjinën në ligjin civil. Të dhënat e tyre tregojnë se të qenit aksioner, ose një kreditor, në juridiksione të ndryshme ligjore i jep të drejtë një investitori të drejta të ndryshme. Këto të drejta përcaktohen me ligje.

Zhvillimi i tregut financiar

Tregjet financiare janë një faktor i rëndësishëm në përcaktimin e suksesit të tregjeve të kapitalit sipërmarrës. Liberalizimi i tregut financiar në fillim të viteve 1980 në SHBA u pa si një faktor i rëndësishëm për të patur më shumë kredi në dispozicion të bizneseve dhe në të njëjtën kohë lehtësoi numrin e shërbimeve financiare në dispozicion të klientëve. Kjo është në kontrast me Evropën, e cila ishte më konservatore në derregullimin e tregut financiar. Një treg financiar i zhvilluar mirë u ofron firmave të kapitalit sipërmarrës më shumë mundësi rritje. Sipas Michelacci (2004) prania e "tregjeve të aksioneve dhe tregjeve financiare të zhvilluara mirë do të rrisë efektin e një tregu aktiv të kapitalit sipërmarrës në inovacion dhe rritje, sepse periudhat e mbajtjes janë shkurtuar dhe firmat më të reja dhe inovative janë në gjendje të përfitojnë nga aftësitë e kapitalistëve të kapitalit të sipërmarrjeve"(Michelacci, 2007)

Edhe kjo pjesë duhet zgjeruar duke parë edhe me statistika dhe grafike se si tregjet me të zhvilluara (dhe në dinamikë) krijojnë dhe më shumë mundësi për rritje e venture capital.

Sistemi i Taksave

Vende të ndryshme ofrojnë stimuj të ndryshëm për bizneset përmes sistemit të tyre të taksave. Taksat më të larta tregojnë se qeveria kërkon të ndikojë në ekonomi përmes programevetë mirëqenies në mënyrë që të luftojë pabarazinë. Sidoqoftë, taksat më të larta do të ndikonin në aktivitetet sipërmarrëse të bizneseve çka do të ulte stimujt për të ndërmarrë rreziqe më të larta. Prandaj shumë studime kanë treguar se regjimi tatimor do të ndikonte në tregjet e kapitalit sipërmarrës ashtu siç ndikon në kërkesën për kapital sipërmarrës. Një nga studimet e hershme të ndikimit të taksimit në aktivitetin e kapitalit sipërmarrës u krye nga Poterba (1988). Në studimin e tij ai tregon se shumë shpejt pasi qeveria amerikane uli normën e fitimeve të kapitalit në fund të viteve 1970 pati një rritje në aktivitetin e kapitalit sipërmarrës që u ngadalësua pas Aktit të Reformës së Taksave në vitin 1986 që rriti taksat. Ai mbështet idenë se *"zvogëlimi i taksës mbi fitimi mund të rrisë ofertën e fondeve të kapitalit sipërmarrës duke rritur kthimet pas tatimit nga investimi në aktive që japin fitime kapitale sesa dividendë ose të ardhura nga interesi. Së dyti, zvogëlimet në taksën mbifitimin nga kapitali mund të rrisë kërkesën për fonde të kapitalit sipërmarrës duke rritur numrin e sipërmarrësve që vendosin të krijojnë firma të reja dhe duke ua bërë më të lehtë këtyre menaxherëve tërheqjen e punonjësve"* (Porteba, 1988) Ky përfundim mbështetet gjithashtu nga Gompers dhe Lerner (1998) të cilët treguan se uljet në taksën mbi fitimin e kapitalit në Shtetet e Bashkuara çuan në rritje të fondeve të kapitalit mbështetës në kapitale të sipërmarrjeve, për shkak të një kërkese të rritur për investime të kapitalit sipërmarrës nga sipërmarrësit (ndryshimet e taksave i ndikojnë në mënyrë të ngjashme si investitorët e tatueshëm ashtu dhe ata të patatueshëm).

Gjithashtu Djankov et al. (2010) tregon se taksat e larta të korporatave ndikojnë në sjelljen e biznesit. Ata tregojnë se nivelet e larta të taksave ndikojnë negativisht jo vetëm në korporatat

e maturuara në një vend, por edhe në sjelljen e bizneseve të reja dhe nxitjen e tyre për të hyrë në treg, pasi kthimet e pritshme do të ishin më të ulëta. (Djankov, 2010)

5.3 Përcaktuesit e kapitalit sipërmarrës: Rezultatet e të dhënave të panelit

Ky studim vlerëson variablat që ndikojnë më shumë në tregjet e kapitalit sipërmarrës në 14 Vende Evropiane dhe SH.B.A. Janë përdorur katër variabla të pavarur për të provuar dhe shpjeguar faktorët ndër-vendorë që ndikojnë në kapitalin sipërmarrës.

Modeli i punimit është:

$$\text{Log (Venture capitalFunds)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GDPGroëth}_{it} + \beta_2 \text{research\&D} + \beta_3 \text{credit} + \beta_4 \text{taxrate}$$

5.3.1 Rezultatet e përzgjedhjes së rastësishme (random effect)

Variabli i varur është logaritmi i kapitaleve të cilat janë transformuar duke përdorur STATA. Nga ana tjetër, variablat e varur janë dhënë të gjithë në përqindje. Së pari regresohen të dhënat e panelit duke përdorur efektin e rastësishëm.

Të dhënat tregojnë se Kërkimi dhe Zhvillimi është një faktor i rëndësishëm në shpjegimin e investimeve të kapitalit sipërmarrës në një vend. Kjo është në mbështetje të studimeve të mëparshme që tregojnë se kërkimi dhe zhvillimi më i lartë në një vend do të tërhiqte më shumë investime të kapitalit sipërmarrës. Ky ka një koeficient pozitiv dhe është domethënës.

Gjithashtu rezultatet tregojnë se taksat janë një faktor i rëndësishëm në shpjegimin e investimeve të kapitalit sipërmarrës në vitet 2007-2019. Rezultatet tregojnë se taksat më të larta ka të ngjarë të çojnë në investime më të ulëta të kapitalit sipërmarrës. Kjo ndikon si në ofertën ashtu edhe në kërkesën për kapital sipërmarrës.

Nga ana tjetër, në ndryshim nga studimet e mëparshme, shkalla e rritjes së PBB-së, edhe pse e ndikon pozitivisht investimin në kapital sipërmarrës, nuk është edhe aq e rëndësishme. Në të njëjtën kohë, kredia ndaj PBB (depërtimi i kredisë) është gjithashtu e parëndësishme. Prandaj konkludohet se për 15 vende investimi i përgjithshëm i kapitalit sipërmarrës varet nga shpenzimet e kërkim dhe zhvillimit dhe niveli i taksimit.

Rezultatet e regresionit: PANEL DATA (efekti i përzgjedhjes së rastësishme)

venturecapitali	Coef.	St.Err.	t-	p-	[95%	Interval]	Sig
nve~2			value	value	Conf		
rdofgdp	28.678	6.229	-4.60	0	-40.887	-16.469	***
payingtaxestot	-1.312	.596	2.20	.028	.145	2.48	**
alta~i							
gdpgroëthrate	.546	1.583	-0.34	.73	-3.648	2.556	
creditofgdp	.322	.274	-1.17	.241	-.859	.215	
Constant	5.961	.606	9.84	0	4.774	7.148	***
Mean dependent var	5.601		SD dependent var		1.977		
Overall r-squared	0.182		Number of obs		194.000		
Chi-square	29.270		Prob > chi2		0.000		
R-squared ëithin	0.172		R-squared betëeen		0.323		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

5.3.2. Rezultatet e Efektit Fiks

Ky punim gjithashtu ekzekuton të dhënat duke përdorur një efekt fiks dhe rezultatet tregojnë se kërkimi dhe zhvillimi është domethënës dhe pozitiv, niveli i taksave gjithashtu mbetet një

faktor i rëndësishëm dhe domethënës ndërsa liberalizimi i tregut dhe depërtimi i kredisë janë gjithashtu të rëndësishëm. Nga ana tjetër, vërejmë se norma e rritjes ekonomike nuk është një variabël e rëndësishme për të shpjeguar investimet e kapitalit sipërmarrës në këto vende.

Rezultatet e regresionit: PANEL DATA (efekti fiks)

Venture Capita	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf Interval]	Sig
R&D	29.445	6.075	-4.85	0	-41.434 -17.456	***
TAXES	-1.521	.588	2.59	.01	.361 2.682	**
GDP groëth	1.198	1.547	-0.77	.44	-4.252 1.856	
Credit/GDP	.576	.274	-2.10	.037	-1.117 -.034	**
Constant	6.163	.407	15.13	0	5.359 6.967	***
Mean dependent var	5.601		SD dependent var		1.977	
R-squared	0.175		Number of obs		194.000	
F-test	9.289		Prob > F		0.000	
Akaike crit. (AIC)	281.248		Bayesian crit. (BIC)		297.587	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

TESTI HAUSMAN

Në mënyrë që të zgjidhet se cili nga modelet është më i përshtatshëm punimi përdor Testin Hasuman dhe tregohet se modeli i efektit fiks është më i mirë për të shpjeguar të dhënat.

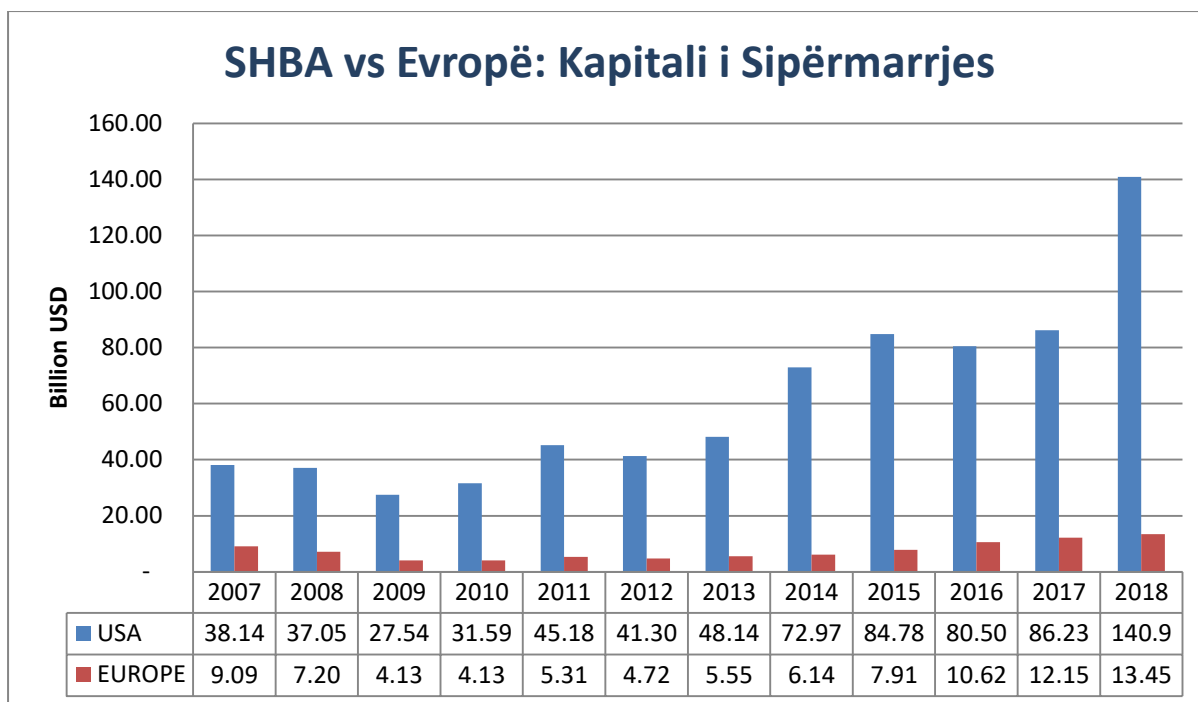
Kështu me hipotezën zero se modeli i efektit të rastësishëm është më i mirë, refuzohet ose hidhet poshtë.

	Coef.
Chi-square test value	44.226
P-value	0

5.4 Interpretimi i gjetjeve

Ky studim merr parasysh të dhëna nga baza e të dhënave të pitchëork dhe OECD në 15 vende në lidhje me tregjet e kapitalit sipërmarrës. Të dhënat janë përpunuar për vitet 2007-2019, pra 12 vjet në total. Vendet e zgjedhura janë: Austria, Belgjika, Republika Çeke, Danimarka, Finlanda, Franca, Gjermania, Irlanda, Italia, Hollanda, Norvegjia, Polonia, Suedia, Mbretëria e Bashkuar dhe Shtetet e Bashkuara. Të dhënat përmbajnë informacione mbi kapitalin sipërmarrës para-fillestar, fillestar dhe fazë të hershme dhe të fazës së mëvonshme. Sidoqoftë, në këtë analizë është përdorur vetëm totali i tregut të kapitalit sipërmarrës (në dollarë amerikanë).

Grafiku 10



Shumë studime tregojnë se “kërkim dhe zhvillimi” është një faktor i rëndësishëm në ndikimin e kërkesës për kapital sipërmarrës. Nga ana tjetër, tregjet e kapitalit sipërmarrës ka të ngjarë të rrisin financimin në ato vende ku ekziston një infrastrukturë kërkimi dhe zhvillimi. Ky punim përdor të dhëna nga instituti i statistikave të UNESCO-s ku kërkim dhe zhvillimi matet si përqindje e PBB-së. Në përgjithësi të gjitha vendet e OECD kanë nivele të larta të kërkim dhe zhvillimit në raport me PBB-në e tyre. Austria për shembull ka rritur nivelin e kontributit të saj në kërkim dhe zhvillimi nga 2.4% në 2007 në 3.1% në 2019. Trende të ngjashme vërehen për të gjitha vendet e tjera si Belgjika që rriti pjesën e saj të kërkim dhe zhvillimi nga 1.8% në 2.8%. Ndërsa vendet e tjera kanë mbajtur të njëjtat nivele në dekadën e kaluar si Franca 2%, Italia 1.8% dhe Irlanda. Nga ana tjetër, SHBA ka patur një rritje të vogël në shpenzimet e saj për kërkim dhe zhvillim në dekadën e fundit nga 2.6% në 2.8%.

Taksat kanë një ndikim të drejtpërdrejtë në sjelljen e kompanive fillestare dhe kërkesën e tyre për kapital sipërmarrës. Në përgjithësi taksat më të larta do të sillnin një kërkesë më të ulët për kapital sipërmarrës dhe gjithashtu një nivel më të ulët të financimit. Ky punim përdor të

dhëna nga Banka Botërore Te Të Bërit Biznes dhe është përdorur vetëm një nga tetë treguesit e tij. Banka Botërore ofron të dhëna për Totalin e Taksave dhe Shkallës së Kontributeve. Franca dhe Italia janë dy vendet me normën më të lartë të taksave e cila është përkatësisht 71% dhe 67%. Ndërsa vendet e tjera si Republika Çeke dhe Irlanda kanë norma më të ulëta prej 26% dhe 46%. Të dhënat u përzgjedhën për vitet 2007 dhe 2019.

Literatura tregon se ndërsa kapitali sipërmarrës është një faktor i rëndësishëm në promovimin e rritjes ekonomike, studime të tjerë sugjerojnë gjithashtu që kapitalistët sipërmarrës ka më shumë të ngjarë të rrisin furnizimin me fonde nëse ekonomia po shkon më mirë. Prandaj pritjet që nivele më të larta të rritjes ekonomike do të çonin në kapital më të lartë sipërmarrjeje. Të dhënat janë marrë nga të dhënat e Bankës Botërore dhe tregojnë shkallën e ndryshimit të niveleve të PBB-së.

Shumë studime kanë përdorur vlerësimin e tregut të aksioneve si përqindje të PBB-së për të treguar se kapitalet e sipërmarrjeve e kanë më të lehtë daljen në formën e IPO-ve. Sidoqoftë, kjo nuk tregon nivelin e liberalizimit të tregut financiar. Studimet tregojnë se mënyra më e mirë për të treguar liberalizimin e tregut financiar është përmes kredisë për ekonominë si përqindje e PBB-së. Për këtë arsye ky punim përdor të dhëna nga Banka Botërore për të treguar sesi ndikojnë reformat e tregut financiar në financimin e kapitalit sipërmarrës. SHBA ka depërtimin më të lartë të kredisë sipas studimit, ku kredija ndaj PBB-së është në nivelin e 192% ndërsa për vendet e tjera si Polonia është vetëm 51%.

Secili vend ka strukturën e vet unike institucionale. Në mënyrë që të krahasohet SHBA me vendet evropiane, duhet të analizohet Indeksi i Lehtësisë së Bërjes Biznes si një pikë fillestare. Kapitali sipërmarrës përballet me rreziqe më të larta në investimet e tyre sesa investimet e tjera në kapital, prandaj përveç rreziqeve të biznesit është e rëndësishme të

krahasohen edhe rreziqet institucionale që lidhen me krijimin e një biznesi në rajone të ndryshme në botë. Lerner raporton se "... kështu, një qeveri që ka për qëllim krijimin e një ekosistemi të kapitalit sipërmarrës duhet të mundësojë që të gjithë lojtarët - bankat, rregullatorët, fondet e pensionit, sipërmarrësit, rektorët e universiteteve, grupet e eksportit, individët që drejtojnë inkubatorët, autoritetet tatimore dhe të ngjashme –të takohen në një pikë, në mënyrë që të zbulojnë shqetësimet dhe qëllimet e tyre për një projekt të tillë. Si pika fillestare të rëndësishme mund të konsiderohen ato që sigurohen nga raporti i Bankës Botërore Të të Bërit Biznes ”(Lerner, 2016).

Lehtësia e të Bërit Biznes është një tregues i hulumtuar mirë që përdoret nga Banka Botërore në mënyrë që të sigurojë dëshmi se si qeveritë në të gjithë botën po kryejnë reformat e tregut për të ndihmuar bizneset të lulëzojnë. Ndërsa rregullimi shihet si një instrument i rëndësishëm qeveritar për të ndihmuar të mirën publike, në të njëjtën kohë përdoret si një instrument për të ndaluar tregun të arrijë potencialin e tij të plotë.

Në përgjithësi, SHBA shihet si një lider në drejtim të imponimit të më pak rregullave nga ana e qeverisë dhe mbështetjes për bizneset në të gjithë botën. Ato renditen në dhjetë vendet e para për të bërë biznes dhe shihen si ekonomi më miqësore ndaj tregut sesa shumë vende evropiane si Gjermania dhe Italia. SHBA në fakt renditet e 6-ta në botë pas vetëm Zelandës së Re, Singaporit Hong Kong, Danimarkës dhe Koresë së Jugut.

Tabela 9

Economy	globalRank	Rank within group	Starting a Business	Dealing with Construction	Getting Electricity	Registering Property	Getting Credit	Protecting Minority	Paying Taxes	Trading across Borders	Enforcing Contracts	Resolving Insolvency
New Zealand	1	1	1	7	48	2	1	3	9	63	23	36
Singapore	2	2	4	5	19	21	37	3	7	47	1	27
Hong Kong	3	3	5	1	3	51	37	7	2	29	31	45
Denmark	4	4	45	4	21	11	48	28	8	1	14	6
Korea, Rep.	5	5	33	12	2	40	67	25	21	36	2	11
United States	6	6	55	24	64	39	4	36	25	39	17	2
Georgia	7	7	2	21	42	5	15	7	14	45	12	64
United Kingdom	8	8	18	23	8	41	37	7	27	33	34	14
Norway	9	9	25	22	44	15	94	21	34	22	3	5
Sweden	10	10	39	31	10	9	80	28	31	18	39	17
Lithuania	11	11	34	10	15	4	48	37	18	19	7	89
Malaysia	12	12	126	2	4	33	37	2	80	49	35	40
Mauritius	13	13	20	8	28	23	67	18	5	72	20	28
Australia	14	14	7	11	62	42	4	57	28	106	6	20
Taiwan, China	15	15	21	6	9	20	104	21	39	61	11	23
United Arab Emirates	16	16	17	3	1	10	48	13	30	92	9	80
North Macedonia	17	17	78	15	68	48	25	12	37	32	47	30
Estonia	18	18	14	19	53	6	48	79	12	17	8	54
Latvia	19	19	26	56	61	25	15	45	16	28	15	55
Finland	20	20	31	42	24	34	80	61	10	37	45	1
Thailand	21	21	47	34	6	67	48	3	68	62	37	24
Germany	22	22	125	30	5	76	48	61	46	42	13	4
Canada	23	23	3	64	124	36	15	7	19	51	100	13
Ireland	24	24	23	36	47	60	48	13	4	52	91	19
Kazakhstan	25	25	22	37	67	24	25	7	64	105	4	42
Iceland	26	26	64	72	16	16	94	28	42	53	33	12
Austria	27	27	127	49	29	31	94	37	44	1	10	22
Russian Federation	28	28	40	26	7	12	25	72	58	99	21	57
Japan	29	29	106	18	14	43	94	57	51	57	50	3
Spain	30	30	97	79	55	59	80	28	35	1	26	18
China	31	31	27	33	12	28	80	28	105	56	5	51
France	32	32	37	52	17	99	104	45	61	1	16	26
Turkey	33	33	77	53	41	27	37	21	26	44	24	120
Azerbaijan	34	34	9	59	80	44	1	105	40	83	28	47
Israel	35	35	28	35	83	75	48	18	13	67	85	29
Switzerland	36	36	81	71	13	18	67	105	20	26	57	49

Metodologjia e ofruar nga Banka Botërore në studimin e saj të Lehtësisë së Bërjes Biznes merr parasysh dhjetë tregues: Fillimi i një biznesi, Marrja e Lejeve të Ndërtimit, sigurimii Energjisë Elektrike, Regjistrimi i Pronës, Marrja e Kredisë, Pagesa e Taksave, Tregtia Përtej Kufijve, Zbatimi i Kontratave dhe Zgjidhja apo Falimentimi

FIGURE 0.1 What is measured in *Doing Business*?

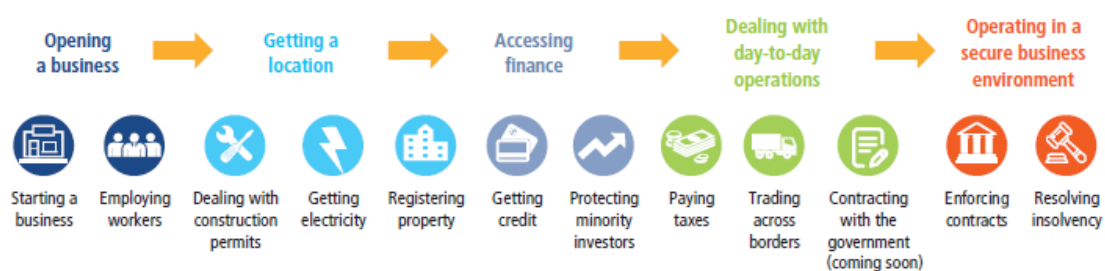


Tabela 10

Renditja	
Botërore: Fillimi	
i një biznesi	
Kanadaja	3
Greqia	11
MB	18
Irlanda	24
Hollanda	24
Spanja	30
Finlanda	31
Franca	37
Danimarka	45
Belgjika	48
SHBA	55
Italia	98
Bullgaria	113
Gjermania	125
Austria	127

Sidoqoftë, kur analizojmë më afër të dhënat e Bankës Botërore Të të Bërit Biznes vëzhgojmë që Sh.B.A nuk performon si vendet e tjera evropiane në drejtim të fillimit të një biznesi të ri. Në fakt ajo është prapa shumë vendeve në botë. Sipas të dhënave për vitin 2020 SHBA qëndron në vendin e 55-të në botë pas Mbretërisë së Bashkuar, Gjermanisë, Francës, Irlandës dhe Greqisë. Raporti i të bërit biznes është një tregues i rëndësishëm pasi i lejon një investitori të krahasojë vendet për sa i përket kornizës institucionale të qeverisjes kur operon në atë vend. Ndërsa SHBA është një nga ekonomitë më miqësore ndaj tregut dhe vendet më të suksesshme në mjedisin e saj fillestar është për t'u habitur që ato nuk performojnë aq mirë në lehtësinë e fillimit të një biznesi të ri.

Ndërsa dokumentet institucionale për fillimin e një biznesi të ri e vendosin SHBA në një rezultat të ulët, tregues të tjerë si marrja e kredisë për një biznes të ri e vendos SHBA në krye të tabelës. Një faktor i rëndësishëm në suksesin e bizneseve të reja është qasja e tyre në tregjet financiare dhe lehtësia e marrjes së kredisë. Në të vërtetë shumë biznese do të kushtëzohen në suksesin e tyre nga ky faktor i rëndësishëm. Duke analizuar të dhënat ne vërejmë se SHBA është e katërta në botë dhe qëndron shumë më mirë se vendet e tjera evropiane. Në fakt, vetëm dy vende me të ardhura të larta në Evropë janë në 20 vendet e para për sa i përket lehtësisë së marrjes së kredisë: Mbretëria e Bashkuar dhe Polonia. Duke qënë se nuk ka asnjë "plumb argjendi" që do të krijonte një ekosistem perfekt për kapitalin sipërmarrës në çdo vend, atëherë një treg financiar i zhvilluar mirë mbetet një faktor i rëndësishëm.

Tabela 11

Vendi	Marrja kredi
Zelanda e Re	1
Azerbaixhani	1
SHBA	4
Australia	4
Ruanda	4
Gjeorgjia	15
Letonia	15
Kanadaja	15
Mali I Zi	15
Maqedonia e Veriut	25
Kazakistani	25
Federata Ruse	25
Singapori	37
Hong Kongu SAR,	37
Kina	37
MB	37
Malajzia	37
Turqia	37
Polonia	37

Tabela 12

Vendi	Pagesa e taksave
Bahrein	1
Hong Kongu SAR, Kina	2
Irlanda	4
Mauritius	5
Singapori	7
Danimarka	8
Zelanda e Re	9
Finlanda	10
Estonia	12
Izraeli	13
Gjeorgjia	14
Letonia	16
Lituania	18
Kanadaja	19
Zvicra	20
Rep. e Koresë.	21
Hollanda	22
SHBA	25
Turqia	26
MB	27
Australia	28
Emiratet Arabe	30

Taksave mat Taksën totale dhe normën e kontributit (kostoja e të gjitha taksave të bartura, si% e fitimit komercial), kohën e nevojshme për të përmbushur kërkesat kryesore të taksave (tatimet mbi fitimin, taksat e punës dhe kontributet shoqërore dhe taksat e konsumit), si dhe numrin e pagesave të taksave¹⁴..

Sipas Lerner (2016) “taksat veprojnë në dy skajet e shkallës së kapitalit privat: ofertë dhe kërkesë. Taksat nga ana e ofertës janë ato që prekin LP-të që investojnë në fonde private të kapitalit. Sidoqoftë, shumë nga këto institucione janë fonde pensioni, Institucione Financiare të Zhvillimit (DFI), të cilat tashmë janë të përjashtuara nga taksat. Prandaj, ndryshime të tilla prekin vetëm institucionet e tatueshme të tilla si korporatat dhe individët me vlerë të lartë neto dhe kanë një efekt të heshtur. Ndikimi i ndryshimit të taksave për aktivitetin sipërmarrës në anën e taksave që prekin kërkesën, është thelbësor. Kur normat e taksave ndaj fitimit kapital afatgjatë në Shtetet e Bashkuara ranë gjatë viteve 1980 dhe 1990, gadishmëria e sipërmarrësve për të lënë sigurinë relative të punëve në korporata ku të ardhurat tatoeshin me normën individuale të taksës (me afërsisht) prej 35%, u rrit dukshëm. Kjo gjë gjithashtu rriti interesin e individëve për të krijuar firma të kapitalit sipërmarrës pasi rreziqet kompensoheshin më shumë nga shpërblimet e mundshme. Por kjo gjë nuk është unike për SHBA; hulumtimi ka gjetur një dinamikë të ngjashme edhe në Evropë ”.

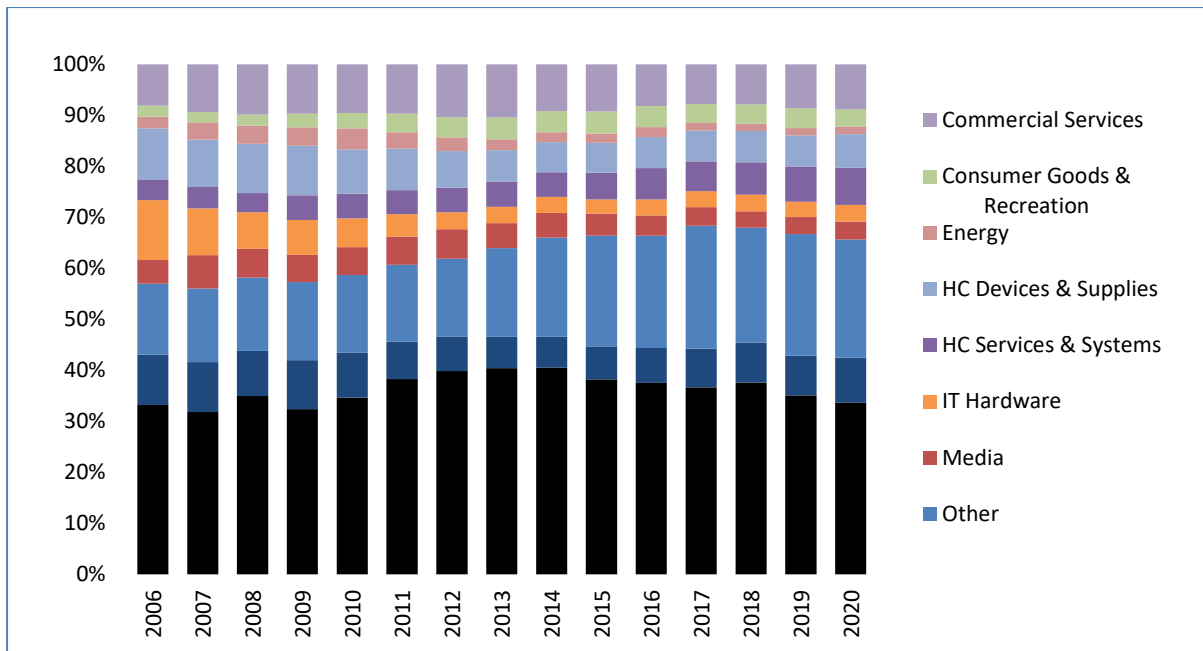
5.5 Tregu i kapitalit sipërmarrës : SHBA vs Evropë

Kapitali sipërmarrës në SHBA është rritur në mënyrë të vazhdueshme në 12 vitet e fundit. Pavarësisht ngadalësimit gjatë krizës financiare 2008-2009, ai ka mbetur tregu më i madh i kapitalit sipërmarrës në botë. Të dhënat e OECD tregojnë se investimet e kapitali sipërmarrës

¹⁴<https://www.doingbusiness.org/en/reports/thematic-reports/paying-taxes-2020>

në vitin 2019 ishin 140 miliardë dollarë në SHBA. Sidoqoftë, struktura e investimeve ka ndryshuar në vitet e fundit. Kohët e fundit kapitali sipërmarrës ka rritur pjesën e tij të investimeve në financimin e kompanive fillestare ku në vitin 2019 ato përfaqësonin 5% të investimeve totale të Kapitali sipërmarrës. Kjo ka qënë tradicionalisht raundi i parë i financimit për një biznes por tani është shpesh i dyti. Më parë në fushën e investitorëve “engjëj”, janë shfaqur një numër fondesh që tani investojnë në këtë nivel. Madhësitë dhe vlerësimet e raundit janë rritur dhe përdorimi i të ardhurave shpesh përqendrohet në zhvillimin dhe testimin e produktit.

Grafiku 11

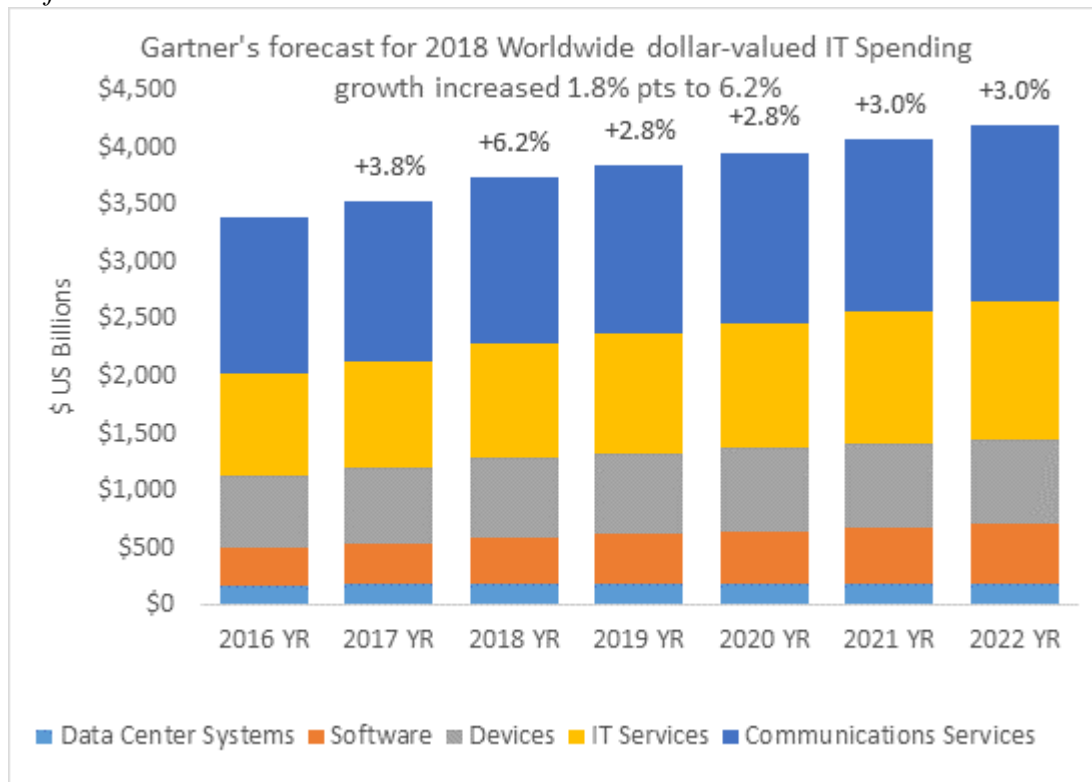


Burimi: PitchBook, NVCA

Kapitalistët e sipërmarrjes kërkojnë të investojnë më së shumti në "ekonominë e re". Pothuajse 30% e investimeve totale janë bërë në industrinë e softuerit që arrin në 44 miliardë dollarë në 2019. Ndërsa 12% e investimeve totale shkon në industrinë e farmacisë dhe bioteknologjisë me një vlerë totale investimi prej 17 miliardë dollarësh. Industria e softuerëve është relativisht e re, ku disa dekada më parë ishte inekzistente dhe sot është një nga industritë më të rëndësishme. Sipas të dhënave nga statistika, industria e softuerit arriti në 456 miliardë dollarë në 2018 dhe analiza nga Gartner uorluidite IT Snging Forecast, një tregues kryesor i trendeve kryesore të teknologjisë në të gjithë pajisjet, shërbimet e IT, sistemet e qendrës së të dhënave, programet e ndërmarrjes dhe tregjet e shërbimeve të telekomunikacionit, tregon se shpenzimet e IT janë rritur në mënyrë të qëndrueshme në vitet e fundit, me një normë mesatare rritjeje prej 3%. Ndërsa të dhënat nga MarketResearch tregojnë se "tregu global i softuerit kishte të ardhura totale prej 597.3 miliardë dollarë në 2019, që përfaqëson një normë të përbërë vjetore të rritjes (CAGR) prej 10.1% midis 2015 dhe 2019". "Me futjen e internetit dhe informatikës "cloud", industria e programeve kompjuterikë ka ndryshuar rrënjësisht se si ndërveprojnë kompanitë, zhvillojnë dhe përdorin

softuer. Softueri dikur ishte një produkt që blihej, instalohet dhe mirëmbahet. Në vitin 2016, gjithnjë e më shumë kompani po përdorin softuer në një model pajtimi ku i gjithë zhvillimi, mirëmbajtja dhe përditësimi i programit bëhet nga krijuesi origjinal ¹⁵.”. Prandaj nuk është befasi që shumica e kapitalistëve sipërmarrës dëshirojnë të shfrytëzojnë këtë industri të rëndësishme dhe për këtë arsye investojnë pjesën më të madhe të kapitalit të tyre në të.

Grafiku 12



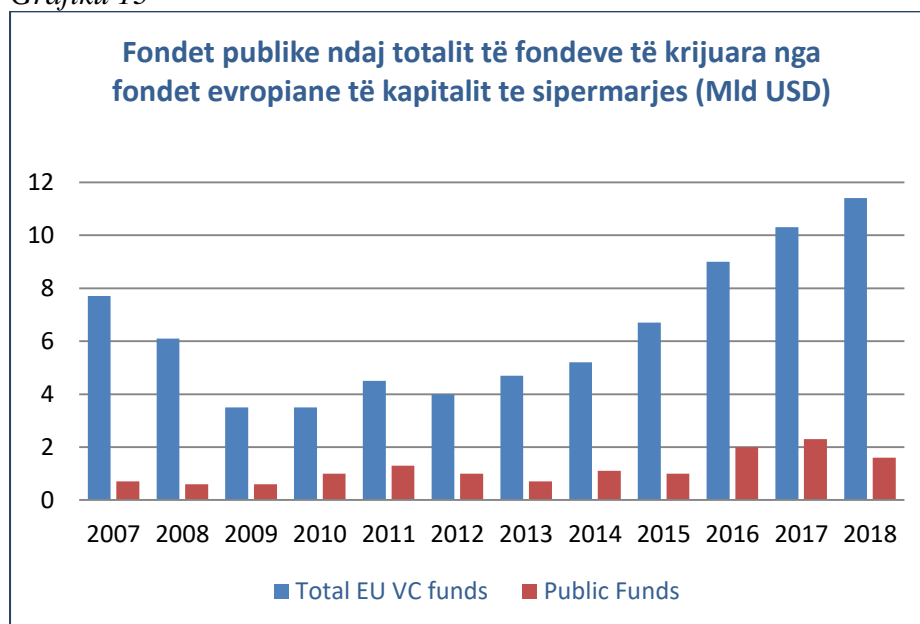
5.4.1 Kapitali i sipërmarrjes evropiane.

Ndryshe nga SH.B.A. kapitali i sipërmarrjes në Evropë ende nuk është zhvilluar shumë mirë dhe nuk është një instrument i preferuar për të investuar në kompani të reja fillestare. Në mënyrë që të rriten investimet, Komisioni Evropian ka rritur fondet publike për kapital sipërmarrës. Në vitin 2018 për shembull 14% e fondeve totale të kapitalit të sipërmarrjeserdhën nga agjencitë e Komisionit Evropian. Në vitin 2015, ligjvënësit e BE-së

¹⁵<https://www.investopedia.com/articles/markets/050416/industry-handbook-software-industry.asp>

miratuan një rregullore që krijon Fondin Evropian për Investime Strategjike (EFSI) i cili do të sigurojë financim të kapitalit të sipërmarrjes prej 2.320 milion €, duke e bërë atë më të madhin nga gjashtë programet e BE-së. Ndërsa Evropa sheh një mundësi të shkëlqyeshme për të investuar në "ekonominë e re", ajo ende është e ndrojtur nga tregu i kapitalit të sipërmarrjes në SHBA. Komisioni Evropian njih lidhjen midis investimeve të kapitalit sipërmarrës në ndërmarrjet e reja fillestare dhe rritjes ekonomike dhe për si rrjedhojë të mundësive për punësim. Siç është vënë re në rishikimin e literaturës, lidhja është më e fortë në SHBA sesa në BE, dhe kjo e fundit dëshiron të kapërcejë ndryshimet strukturore në tregun e punës në Evropë përmes rritjes së investimeve në kapitalin sipërmarrës. Për këtë arsye Evropa ka zotuar më shumë se 300 milion Euro në vit për kompanitë e kapitalit sipërmarrës në Evropë. Të dhënat tregojnë se në fakt fondet publike të BE-së janë bërë një burim i rëndësishëm i financimit për sipërmarrje në Evropë siç vërehet në grafikun më poshtë.

Grafiku 13



Burimi: Komisioni i BE-së, Grafiku: Autori

Bazuar në Strategjinë Evropa 2020, tregu i kapitalit sipërmarrës në Evropë ka përfituar deri në 24% të fondeve nga fondet publike të BE-së në vitin 2017¹⁶. Një angazhim i mëtejshëm në të ardhmen është premtuar si një mënyrë për të konkurruar me SHBA. Ndërsa rritja e fondeve shihet si një hap pozitiv në promovimin e financimit të kapitalit sipërmarrës, kjo gjë mund të shihet si një instrument financiar joefektiv në planin afatgjatë. Fondet publike janë investime që karakterizohen nga procedura të mëdha të burokracisë dhe zakonisht çojnë në investime joefektive. Kjo gjithashtu kërkon një proces të gjatë të miratimit të fondit i cili zakonisht zgjat 12 muaj. Kjo është një periudhë e gjatë pritjeje për fonde në një treg konkurrues. Për këtë arsye fillestarët mund të kërkojnë mënyra të tjera alternative të financimit të biznesit të tyre pasi konkurrentët mund të hyjnë në treg më herët se ata. Çështja e investimit të fondeve publike në kapitalet e sipërmarrjeve mbështetet gjithashtu në raportin e auditimit të brendshëm të komisionit të BE-së i cili thotë se "fondet publike në kapitalin sipërmarrës mund të çojnë në një rrezik mos-thithjeje nëse ka mungesë të: (i) fondeve të kapitalit sipërmarrës për të investuar; (ii) investitorëve privatë të interesuar; (iii) SME-ve me potencial rritjeje për të investuar ”.

Duke pasur parasysh rrezikun e mos-thithjes ka të ngjarë që fondet publike të BE-së të drejtohen drejt teknologjive të vendosura mirë dhe për këtë arsye të ulin kthimet e fondeve. Për më tepër, një studim i vitit 2011 mbi fondet publike të BE-së për kapitalin sipërmarrjes nënvizon "se presioni për të ofruar fonde mund të rezultojë në sigurimin e fondeve për investitorët " nën-standardë ", të cilët me kalimin e kohës do të ulnin në mënyrë të pashmangshme kthimet e investimeve"¹⁷. Një studim i fundit nga Prencipe (2017) zbulon se “70% e investimeve të dala jashtë tregut janë ose të fshira ose të shitura për një shumë nën

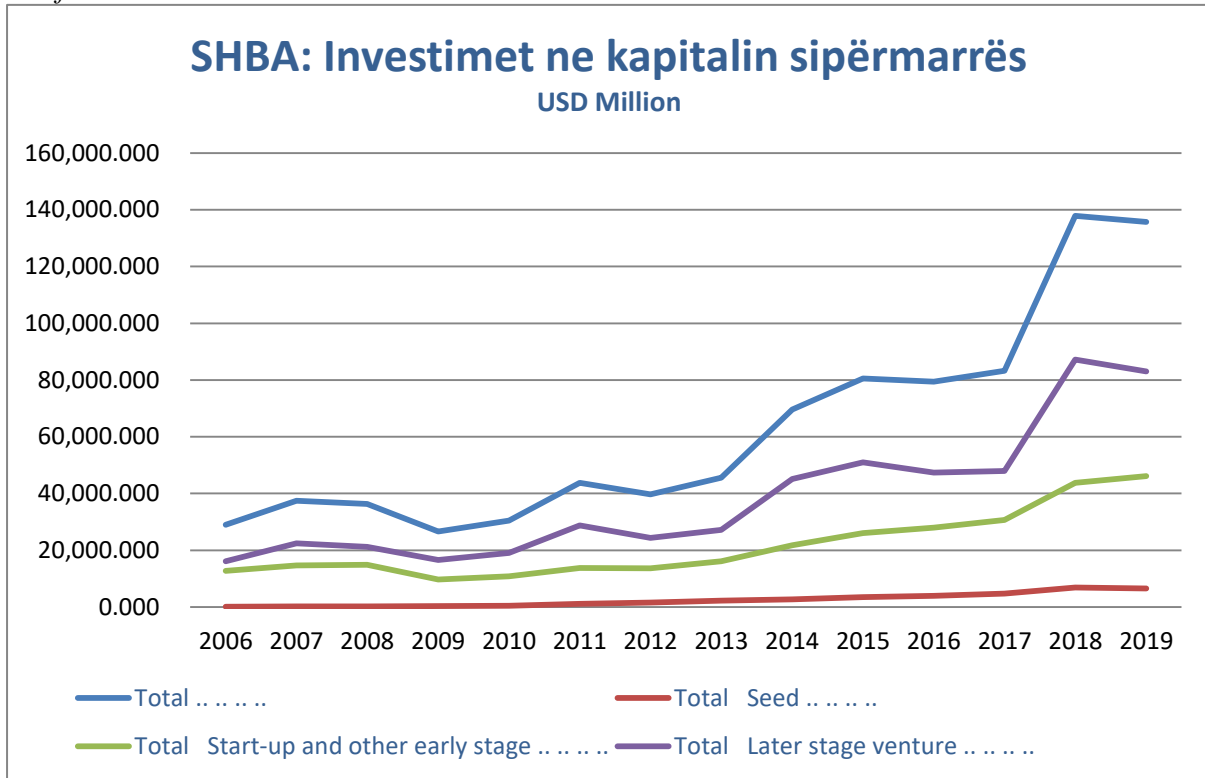
¹⁶ Communication from the Commission, EUROPE 2020 - A strategy for smart, sustainable and inclusive growth (COM(2010) 2020 final of 3.3.2010).

¹⁷<https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/venture-capital-17-2019/en/>

kosto. Marrëveshjet në të cilat kapitalistët e sipërmarrjeve shesin në kosto përbëjnë 8%, ndërsa 20% e mbetur janë veprime që kanë sjellë fitim likuiditeti ". (Prencipe, 2017) Në një shembull tjetër Gjykata Evropiane e Auditorëve tregon se "EIF investoi 17 milion € në një fond tjetër të kapitalit me të njëjtin fokus. Nga 2005 në 2007, ky fond bëri 11 investime në kompani fillestare. Më vonë, për shkak të performancës së ulët, fondi duhej të shiste shtatë nga këto investime nën kosto. Nga mesi i vitit 2018 fondi kishte kthyer vetëm 4 milion € dhe interesi i mbetur i EIF u vlerësua në 0,5 milion €. Kështu, në mes të vitit 2018, humbja në këtë investim ishte 12.5 milion € "(Auditorët, 2019).

Eshtë e qartë nga Gjykata Evropiane e Auditorëve që rritja e fondeve publike në kapital sipërmarrës në Evropë mbart shumë rreziqe. Ata analizojnë frikën e dështimit të tregut përmes së cilës fondet publike të BE-së investohen në projekte të gabuara dhe çojnë në humbje në planin afatgjatë dhe në të njëjtën kohë frikën e "grumbullimit" të investimeve private. Kjo e fundit është një teori ekonomike ku rritja e investimeve publike ul stimujt e fondeve private për të hyrë në një treg dhe kështu ul fondet e disponueshme për sipërmarrje në Evropë. Siç vihet re nga rishikimi i literaturës, rregulloret e qeverisë dhe nivelet e taksave janë një faktor i rëndësishëm në përcaktimin e investimeve të kapitalit të sipërmarrjes në Evropë. Sipas një studimi të kryer nga EIF, "menaxherët e fondeve bënë thirrje për mbështetje të fondeve panEuropiane, më shumë investime ndërkufitare dhe një harmonizim të kornizave ligjore dhe sistemeve të taksave". (Auditors, 2019)

Grafiku 14



Burimi: OECD / Grafiku: Autori

5.4.2 Hetimi i sjelljes së fondeve të Komisionit të BE-së

Komisioni Evropian dëshiron të mbyllë hendekun në tregun e kapitalit sipërmarrës me SHBA-në duke angazhuar 410 milion dollarë për programin e fondeve pan-evropiane të fondeve të kapitalit sipërmarrës (VentureEU). Kjo strukturë ka identifikuar dhe punon me tre

Raundi i Financimit	Vlera e raundit
Lombard Odier	(Milion Dollarë)
Seria A	\$ 20
Raundi i Sipërmarrjes	\$ 2
Seria B	\$ 40
Post-IPO	
Seria D	\$ 41
Post IPO	\$ 23
Seria C	\$ 43
Seria B	\$ 13
Seria B	\$ 13
Seria C	\$ 30
Seria B	\$ 32

firma të kapitalit sipërmarrës:

Isomer Capital, Axon Partners Group dhe Lombard Odier. Siç është vënë re edhe më parë, rreziku që lidhet me paratë publike është që këto firma të investojnë në kompani të stabilizuara mirë dhe të largohen nga financimi i “farës” madjepër më tepër të zgjedhin raunde të tjera për të investuar. Ky punim ka analizuar portofolin e tyre të investimeve gjatë viteve kërkon të vlerësojë sjelljen e tyre në krahasim me Fondet e tjera Evropiane pa fonde publike.

Lombard Odier ka kryer investime kryesisht në kujdesin shëndetësor përmes të cilit 7 në bioteknologji, 4 në kujdesin shëndetësor, 3 në

terapi, 2 në farmaceutikë etj. Kjo sipërmarrje në përgjithësi është specializuar në financimin e fazës së mëvonshme zakonisht Seria B ose C. Duke treguar kështu një shkallë më të ulët të rrezikut dhe të specializuar në industri të stabilizuara mirë si kujdesi shëndetësor.

Raundi i Financimit të Axon Partners Group	Vlera e Raundit (Milion Dollarë)
Seria B	—
Raundi Sipërmarrjes	—
Raundi Sipërmarrjes	€9M
Raundi Sipërmarrjes	—
Financimi i shumës së kapitalit	£156.2K
Seria A	—
Seria B	\$20M
Raundi Farës	—
Seria A	\$9M
Seria A	—
Raundi Sipërmarrjes	€500K
Raundi Financimit	€500K
Seria A	\$6.2M
Raundi Farës	\$1.9M

Ndërsa Axon Partners Group ka treguar një sjellje më pak rrishtore ku ka investuar kryesisht në raundet e financimit të “farërave” si dhe në Serinë A. Ata janë të specializuar në industrinë e softuerit dhe kërkojnë të investojnë në kompani fillestare që synojnë një treg global në hapat e tyre të hershëm . Kjo është pjesë e Sipërmarrjes Europiane (Venture Europe). Gjithashtu “si pjesë e Planit të Veprimit të Unionit të Tregjeve të Kapitalit, Komisioni ka paraqitur një seri masash për të përmirësuar aksesin në financa për ndërmarrjet e vogla dhe në rritje, për të krijuar vende pune dhe progres. Plani i Investimeve për Evropën gjithashtu synon të përmirësojë mjedisin e biznesit në BE duke përdorur në mënyrë më

inteligjente burimet financiare dhe duke hequr pengesat për investime”. (Komisioni, 2018)

5.5 Kapitali sipërmarrës: Një krahasim midis SHBA-së dhe raundeve evropiane të financimit

Termi 'kapital sipërmarrje' përfaqëson investime financiare në një projekt shumë të rrezikshëm me synimin për të fituar një normë të lartë kthimi. Ndryshe nga format e tjera të investimeve, kapitali sipërmarrës kërkon produkte ose shërbime të reja në ekonominë e re ku inovacioni teknologjik është një faktor i rëndësishëm. Ky financim i kapitalit neto zakonisht është krijuar për të financuar projekte me rrezik të lartë dhe për këtë arsye siguron kthime të larta për investimet e tyre në formën e fitimeve kapitale. Këta investitorë kërkojnë produkte dhe shërbime që janë unike dhe nuk janë përdorur ende plotësisht për t'u futur në treg.

5.5.1 Pse start-upet i drejtohen kapitalit sipërmarrës?

Në mënyrë që fillestarët të hyjnë në ciklin real të jetës së biznesit, financimi i hershëm është shumë i rëndësishëm. Ndërmarrjet fillestare mund të zgjedhin burime të ndryshme të financimit si sektori bankar, kapitali publik, bankat e investimeve dhe kapitali sipërmarrës. Në këtë pjesë, punimi analizon pse tregu i kapitalit sipërmarrës ka qenë kaq i suksesshëm në dy dekadat e fundit në krahasim me burimet e tjera të financimit.

Së pari, financimi i bizneseve fillestare përmes sektorit bankar mund të jetë i kushtueshëm dhe i vështirë. Shumë banka kërkojnë që bizneset të ofrojnë pasuri të forta për linjën e tyre të kreditit në mënyrë që të rikuperojnë paratë e tyre në rast se ideja e biznesit nuk është e suksesshme. Sidoqoftë, kjo është pengesa më e rëndësishme për tu kaluar për shumë kompani fillestare pasi ato kanë pak ose aspak asete të forta. Prandaj rreziqet për bankat dhe institucionet e tjera financiare janë të larta dhe modeli i tyre i biznesit nuk inkurajon një sjellje të tillë të risk marrëse. Edhe nëse bankat zbulojnë se kompanitë fillestare mund të kenë potencial për të qenë të suksesshme, ata do të vendosnin norma të larta interesi, të cilat nuk

janë të favorshme për fillestarët. Për këtë arsye fillestarët që kanë nevojë për financimi drejtohen mënyrave të tjera të financimit si kapitalit të sipërmarrjes.

Gjithashtu fillestarët e kanë të vështirë të marrin financim përmes bankave për dy forma kryesore të problemeve të agjencisë: përzgjedhja e pafavorshme dhe rreziqet morale. Këto dy probleme lindin kryesisht për shkak të problemit të informacionit asimetrik ku bizneset fillestare kanë informacion më të mirë në lidhje me biznesin e tyre krahasuar me bankat dhe dinë më shumë se si do të sillen pasi të marrin financim nga bankat. Për këto arsye shumë banka qëndrojnë larg financimit të fillestarëve pasi vlera e vërtetë e ndërmarrjes dhe shitjet e mundshme të fillestarëve varen nga sjellja e sipërmarrësve.

Ndërsa Klaus Hommels themeluesi i Lakestar, një fond evropian sipërmarrje dhe një investitor i hershëm në Facebook, Spotify dhe Airbnb thonë në një intervistë për Financial Times "rreziku moral është një" efekt anësor i pashmangshëm"i kaq shumë parave që hyjne te kompanitë e reja. Por ai këmbëngul se "kjo do të jellë lindjen e disa ideve që nuk do të ishin shfaqur nëse paratë nuk do të ishin në dispozicion". (Ahmed, 2015)

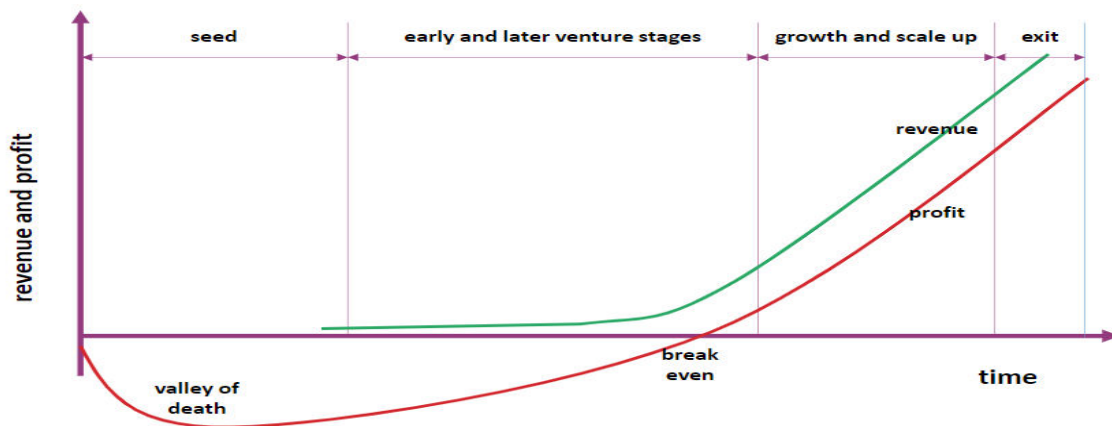
Nga ana tjetër, mbledhja e fondeve përmes bankave të investimeve dhe kapitalit publik është gjithashtu po aq e vështirë sa marrja e financimit nga bankat. Bankat e investimeve zakonisht punojnë si agjentë për të lidhur ndërmarrjet e mira fillestare me kapitalin sipërmarrës, por rrallë investojnë fondet e tyre në këto sipërmarrje. Më shpesh bankat e investimeve investojnë një shumë të konsiderueshme parash në projektet e tyre dhe kërkojnë komision për kë të iniciativë dhe rrallë shohin një mundësi për të investuar në projekte të fazës së hershme. "Zyrtarisht, misioni i bankave të investimeve është të mbledhë para për kompanitë duke emetuar dhe shitur letra me vlerë në tregjet e kapitalit dhe duke ofruar këshilla për transaksione të tilla si bashkimet dhe blerjet" (Zëilling, 2011). Kapitali publik është po aq i

vështirë për kompanitë e fazës së fillimit pasi atyre do t'u duhen shitje me vlerë prej të paktën 15 milion USD, asete me vlerë prej 10 milion USD si dhe një historik të arsyeshëm fitimi.

Prandaj, kapitali i sipërmarrjes mbush boshllëkun ndërmjet inovatorëve dhe bizneseve të tyre fillestare dhe nevojës për financim për ta bërë idenë e biznesit të suksesshme. Ato janë një metodë e re financiare që origjinën e saj ka SHBA dhe e përdorur në dy dekadat e fundit në Evropë dhe Azi. Nuk është çudi që Kapitalët e Sipërmarrjeve kërkojnë kthime të larta për investimet e tyre duke pasur parasysh rreziqet shumë të larta të përfshira në financimin e ndërmarrjeve të reja. Karakteristikat kryesore të investimeve në kapital sipërmarrjeje janë: shkalla e lartë e rrezikut, pjesëmarrja e kapitalit neto, investimet afatgjata, pjesëmarrja në menaxhim dhe investim. Firmat e sipërmarrjeve kapitale ndihmojnë fillestarët me asistencë strategjike, prezantim me klientë dhe partnerë të mundshëm etj. Ato zakonisht duan të investojnë në industrinë e softuerit, bio-farmaci të pajisjeve IT dhe në fushën e shërbimeve.

Grafiku 15

Start-up phases and evolution of revenue and profit



“Fazat e financimit fillestar përcaktojnë se sa e suksesshme është ideja e biznesit dhe marrja e fondeve është një proces i gjatë ku rreth tre të katërtat e firmave të mbështetura në

sipërmarrje në SH.B.A. nuk kthejnë kapitalin e investitorëve” sipas studimit të fundit nga Shikhar Ghosh, një pedagog i vjetër në Shkollën e Biznesit të Harvardit (Gage, 2011). Gjithashtu dokumenti sugjeron se "nëse dështimi përcaktohet si dështimi për të parë kthimin e parashikuar të investimit - të themi, një normë specifike e rritjes së të ardhurave ose mos realizimi në kohë i fluksit të parave - atëherë më shumë se 95% e ndërmarrjeve të reja dështojnë". Pavarësisht nga këto shifra pesimiste, hulumtime të tjera sugjerojnë se “Kapitali sipërmarrës është një faktor i rëndësishëm i brendshëm për fazat e hershme të kompanive të reja. Provat ekzistuese tregojnë se prania e fondeve të kapitalit sipërmarrës është e rëndësishme për të shpjeguar ndryshimet midis kompanive fillestare "(Hellmann, 2000) Këto zbulime mbështeten gjithashtu nga Shkolla e Biznesit e Harvardit e cila thotë se:" ndërmarrjet jo të mbështetura në sipërmarrje dështojnë më shpesh sesa ato të mbështetura në sipërmarrje - në katër vitet e para të ekzistencës së tyre, zakonisht sepse nuk kanë kapital për të vazhduar nëse modeli i biznesit nuk funksionon. "

5.5.2 Fazat e financimit të investimeve

Firmat e kapitalit sipërmarrës zakonisht njohin dy fazat kryesore të mëposhtme kur investimi mund të bëhet në një sipërmarrje përkatësisht:

A. Financimi i Hershëm

1. Projektet e Kapitalit të “Farërave”&ato të Kërkimit dhe Zhvillimit.
2. Kompanitë e reja ose fillestare
3. Financimi i raunditë dytë

B. Financimifazës së mëvonshme

- 1.Kapitali i zhvillimit

2. Financimii Zgjerimit
3. Kapitali i zëvendësimit
4. Kthimet
5. Blerjet¹⁸

1. Financimi i “farës”

Financimi i “farës” është zyrtarisht faza e parë e financimit të kapitalit. Financimi është i rëndësishëm në këtë fazë dhe është një hap i rëndësishëm për kthimin e një ideje në një produkt që ka potencialin e rritjes sa i përket përdoruesve dhe të ardhurave në të ardhmen. Pa financimin e farës, shumica e ndërmarrjeve të reja do të prisheshin dhe kurrë nuk do të hynin në treg. Vlera e financimit të farës zakonisht varion prej vlerës 100.000 USD deri në 2 milion USD¹⁹. Paratë përdoren nga kompania për të bërë hulumtime të tregut dhe zhvillim të produkteve. Ky është një proces i rëndësishëm që lejon firmën të vlerësojë më mirë potencialin e saj për të qenë e suksesshme në të ardhmen. Financimi i farës përdoret për të përfunduar detyrën e gjetjes së një ekipi studiuesish të tregut dhe për të siguruar që kompania fillestare të ketë potencialin për të tërhequr klientë në një rajon ose globalisht dhe për këtë arsye kërkon të sigurojë investime të mëtejshme në hapin tjetër të zhvillimit të produktit.

2. Financimi i serisë A

Financimi i serisë A është i ngjashëm me financimin e farës pasi investitorët sigurojnë aksione të ndërmarrjes në këmbim të financimit të fillimit. Kjo është faza e dytë e financimit të kompanive fillestare dhe shihet si faza e parë e financimit të kapitalit sipërmarrës. Këto kompani zakonisht bëjnë një kujdes të shtuar për fillestarët dhe vlerësojnë se sa me efikasitet

¹⁸http://www.rcemorissa.org/images/venture%20capital_compressed.pdf

¹⁹<https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>

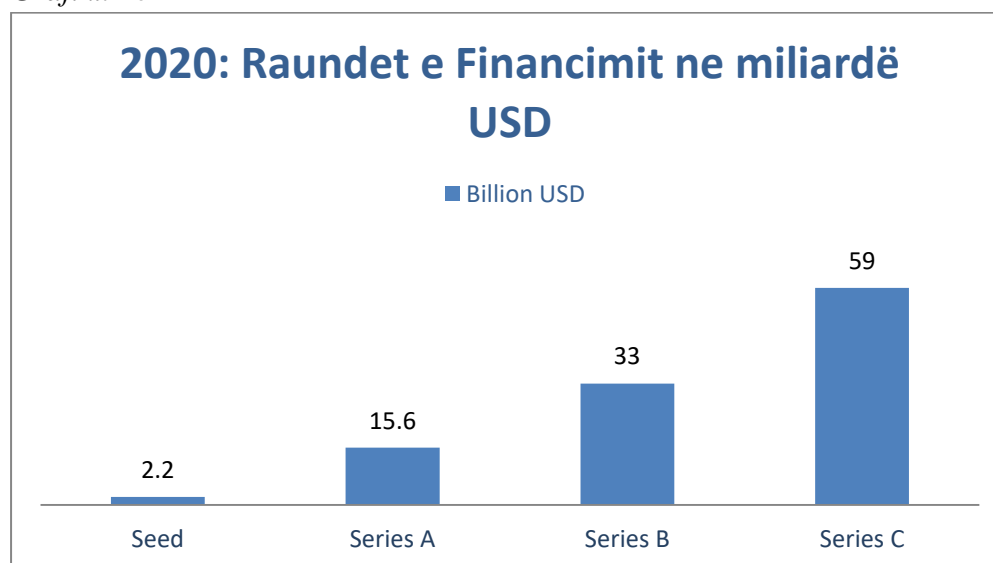
po menaxhohet dhe cili është vlerësimi i tregut të kompanisë. Në këtë fazë kompania e re ka treguar një potencial rritje dhe ka nevojë për financim të mëtejshëm për t'u rritur. Zakonisht këto fonde përdoren për të marrë punëtorë të talentuar në kompani ose në drejtim të menaxhimit ose zhvillimit të produktit. Në mënyrë që të zgjerohet firma e re duhet të rrisë shtrirjen e saj në treg. Në këto faza, shumica e ndërmarrjeve fillestare gjenerojnë të ardhura por ende nuk po sjellin ndonjë fitim. Siç mund ta shohim nga grafiku "Fazat e fillimit dhe të ardhurat dhe fitimi" në këtë fazë të jetës së kompanive fillestare të ardhurat janë vazhdimisht në rritje, por biznesi ka nevojë të rrisë shitjet dhe të marrë një menaxhim më të mirë për të arritur një fitim. *"Në mënyrë tipike, raundet e Serisë A mbledhin afërsisht nga 2 milion dollarë në 15 milion dollarë, por ky numër është rritur mesatarisht për shkak të vlerësimeve të industrisë së teknologjisë së lartë. Financimi mesatar i Serisë A deri në vitin 2020 është 15.6 milion dollarë."*²⁰

3. Financimi i Serisë B

Kompanitë që kanë kaluar financimin e "farërave" dhe procesin e financimit të Serisë A kanë krijuar një produkt që ka një bazë klientësh dhe ka gjeneruar të ardhura të konsiderueshme por janë në një fazë zhvillimi ku ata duan të bëhen më të mëdhenj dhe të hyjnë në tregje të reja. Zakonisht në këtë fazë kompanitë e reja kanë nevojë për investitorë që janë të specializuar në zgjerimin e biznesit më tej ndaj dhe mund të tërheqin investitorë të tjerë në kompaninë e tyre fillestare. Sipas Fundz.net "financimi mesatar i Serisë B në SH.B.A. është 33 milion dollarë dhe me një vlerësim para-monetar (pre-money valuation) me rreth 58 milion dollarë". (Fundz.net, 2020)

²⁰<https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>

Grafiku 16



4. Financimi i Serisë C

Në këtë fazë fillestarët kanë provuar të jenë të suksesshëm në treg dhe kanë treguar një potencial të madh fitimi. Ata kërkojnë financim të mëtejshëm në këtë fazë ose për të hyrë në tregje të reja dhe për të zhvilluar produkte të reja ose për të blerë konkurrentë. Zakonisht kapitalisti i sipërmarrjes hyn në këtë fazë në mënyrë që të bëjë fitim të konsiderueshëm shpejt duke bërë të mundur që kompania të zgjerohet me shpejtësi. Për shembull, nëse produkti ka qenë i suksesshëm në një treg, financimi i serisë C në SHBA do ta shtynte kompaninë të hynte në tregje të reja si Evropa ose Azia. Duke pasur parasysh shumën e konsiderueshme të financimit të nevojshëm, në këtë fazë janë përfshirë më shpesh bankat e investimeve ose fondet mbrojtëse (hedge funds). Kompanitë që sigurojnë fonde në këtë fazë kanë më pak rrezik dhe për këtë arsye investojnë më shumë para pasi janë më të sigurt për fitimet aktuale të gjeneruara nga fillestarët sesa të vënë bast për kthimet e ardhshme. “Shumë nga këto kompani përdorin financimin e Serisë C për të ndihmuar në rritjen e vlerësimit të tyre në

pritje të një IPO. Në këtë pikë, kompanitë më së shumti gëzojnë vlerësime në zonën prej 118 milion dollarë”(Reiff, 2020)

5.5.3 Studimi rasti: UBER

Uber është një nga platformat më të suksesshme të ndarjes së udhëtimeve në botë.

Inovacioni i tij dixhital në lidhjen e shoferëve me klientët ka çuar në përçarjen e industrisë së taksive në më shumë se 600 qytete. Sot pjesa e tregut Uber në SHBA është 70% dhe më shumë se 1.600 milion udhëtime uber u kryen në tremujorin e parë të vitit 2020. Arritja e saj globale dhe 7 miliardë udhëtimet Uber të kryera në një vit kanë tërhequr shumë investitorë në kompani ku janë mbledhur 25.5 miliard USD në formën e financimit që nga viti 2010. Kompania filloi si kompani fillestare në 2009 në San Francisco dhe tani është një kompani globale me vlerë 56.6 miliardë USD.

Tabela 13

Viti	Përdorues (mld)
2014	0.14
2016	1.8
2017	3.7
2018	5.2
2019	6.9

Tabela14

UBER; raundet e financimit			
Seria	Data	Shuma	Drejtuar nga
Financ.“Farës”	Shtator-10	1.58 mln \$	First Round
Seria A	Shkurt-11	14.1 mln \$	Benchmark
Seria B	Dhjet-11	43.8 mln \$	Menlo
Seria C	Gusht-13	363 mln \$	GV
Seria D	Qer-14	1.4 mld \$	Fidelity
Seria E	Dhjet-14	2.8 mld \$	Glade Brook
Seria F	Korrik-15	1 mld \$	Microsoft, Bennett, Coleman, & Co
Seria G	Qersh-16	3.5 mld \$	Saudi Arabia Public Investment Fund

	E panjohur	'Minimale'	Axel Springer
	Jan-18	9.3 mld \$	Softbank
	Gusht-18	500 mln \$	Toyota
Zgjerimi (spin-out) ATG	Prill-19	1 mld \$	Softbank

Po të kthehemi pas në 2009 themeluesit e Uber, Travis Kalanick dhe Garrett Camp, dolën me idenë e dizajnit të një platforme të re dixhitale që do të lidhte shoferët me përdoruesit. Ata të dy mblodhën 200,000 dollarët e parë në korrik 2009 dhe prodhuan modelin e parë të ubercabs.com. Duke përdorur teknologjinë e disponueshme si GPS, e cila identifikon vendndodhjen dhe kostot e makinës, Uber u bë shumë popullor për shkak të lehtësisë së porositjes së një makine. Një vit më vonë duke u treguar potencialin e një platforme të tillë investitorëve potencialë Uber ishte në gjendje të siguronte 1.58 milion USD në financimin e tyre të “farës”. Duke pasur parasysh rrezikun e një sipërmarrje të tillë, më shumë se 29 investitorë u bashkuan një financim në grup në mënyrë që të minimizonin rrezikun e tyre. Sidoqoftë, udhëheqësi në këtë proces ishte First Round, një firmë e kapitalit sipërmarrës që specializohet në sigurimin e fondeve të fazës fillestare për kompanitë e teknologjisë. Ata investuan 500.000 USD në Uber dhe me njohuritë dhe lidhjet e tyre bindën më shumë se 28 investitorë të tjerë që të investojnë në këtë kompani.

Amount Invested	Today's value
\$ 220,000.00	\$ 1,092,412,000.00
\$ 95,000.00	\$ 372,660,000.00
\$ 75,000.00	\$ 372,412,000.00
\$ 50,000.00	\$ 248,275,000.00
\$ 30,000.00	\$ 148,949,000.00
\$ 25,000.00	\$ 124,137,000.00
\$ 5,000.00	\$ 24,287,000.00

Shumica e fondeve ishin individë privatë të cilët zotëronin 5.000 USD deri në 100.000 USD. Kthimi i këtyre investitorëve të hershëm ka provuar të jetë një nga më të lartët në historinë e bizneseve të reja. Për shembull Rirst Round i cili investoi vetëm 500.000 USD në 2010 kishte një vlerësim të investimit të tij deri në 2.5 miliardë dollarë nëntë vjet më vonë.

Shërbimi u testua në Nju Jork në fillim të vitit 2010 duke përdorur vetëm tre makina dhe fillimi zyrtar u zhvillua në San Francisko në maj 2010. Gjashtë muaj më vonë kompania grumbulloi një raund financimi të Serisë A prej 11 milion dollarësh e udhëhequr nga Benchmark Capital. Fondet u përdorën për t'u zgjeruar më tej në qytete të tjera si Neë York, Seattle, Boston,

Chicago, Ëashington DC si dhe jashtë vendit në Paris. Vetëm gjashtë muaj më vonë Uber ishte në gjendje të grumbullonte 37 milion dollarë nga financimi i Serisë B me Menlo Ventures si udhëheqës i 13 investitorëve të tjerë. Uber u bë shumë i popullarizuar dhe përdoruesit u rritën në mënyrë eksponenciale nga 140 milion në 2014 në më shumë se 6 miliardë në 2019.

5.6 A ndikon madhësia e tregut për të gjeneruar Raundin C të financimit të start-upeve?

Analiza e këtij punimi bazohet në të dhënat e marra nga crunchbase në njëzet kompani të ndryshme në Evropë dhe SHBA që kanë arritur të mbledhin kapitalin e Serisë C. Kjo është një fazë e rëndësishme për fillestarët pasi ka treguar se kompania është e qëndrueshme në treg dhe ka potencial për të rritur të ardhurat më tej në të ardhmen. Të dhënat u zgjodhën rastësisht nga baza e të dhënave dhe u morën të dhëna për këto kompani nga financimi fillestar deri në datën kur kompanitë arritën të mbledhin kapitalin e Serisë C. Në përgjithësi studimet e mëparshme sugjerojnë që SHBA ka një treg më të zhvilluar të kapitalit sipërmarrës dhe për këtë arsye shuma që ata do të jenë në gjendje të mbledhin në kapital si dhe koha kur fillestarët të arrijnë raundin e serisë C të financimit do të ishte më i shkurtër.

Siç është parë edhe më parë fillestarët kërkojnë një mjedis institucional të favorshëm që do t'ishte realizimin e të ardhurave të larta dhe rritjen e tyre drejt të bërit lider në treg. Faktorë si rregullat e qeverisë, niveli i taksave si dhe lehtësia e të bërit biznes shihen si faktorë të rëndësishëm. Sidoqoftë, për shkak të paqëndrueshmërisë së lartë në tregjet financiare dhe normave të ulëta të interesit, shumë investitorë dëshirojnë të investojnë në kompani me rrezik të lartë dhe veçanërisht në kapitalin sipërmarrës. Siç tregojnë të dhënat, SHBA është lider në kapitalin sipërmarrës, ku më shumë se 130 miliardë dollarë u mbledhën në 2019 krahasuar me më pak se 14 miliardë dollarë në Evropë. Përkundër këtij fakti ky punim ka kryer një analizë të nivelit mikro të 40 kompanive në SHBA dhe Evropë që kanë mbledhur kapitalin e Serisë C në industrinë e softuerit. Në këtë analizë përcaktohet se cili treg arrin më shpejt fazën e financimit të Serisë C dhe cila është shuma mesatare e mbledhur.

Industria e softuerëve është industria me rritjen më të shpejtë dhe ka një shtrirje të gjërë globale dhe mundësi tregu. Sipas analizës së Statista në vitin 2018 industria e softuerit kishte të ardhura vjetore prej 456 miliardë USD të ardhura. Prandaj kompanitë fillestare që janë

zgjedhur për këtë analizë janë përqendruar në industrinë e programeve kompjuterike dhe analizohet koha kur ato arritën fazën e financimit të Serisë C dhe shumën totale të mbledhur në proces. Në të njëjtën kohë, eksploroheh më tej katër raste studimore, dy për secilin rajon dhe vlerësohen ngjashmëritë dhe ndryshimet midis Evropës dhe SHBA-së.

5.3.4.1 Rezultatet e të dhënave

Crunchbase ofron mundësinë për të zgjedhur raundin e fundit të financimit të Raundit C. Janë zgjedhur në mënyrë të rastësishme njëzet kompani në Evropë dhe SHBA që kohët e fundit kanë arritur këtë fazë dhe operojnë në industrinë e softuerit. Pas analizës, për secilën kompani veçmas janë nxjerrë historikët e tyre të raundeve financiare nga financimi i farës në Serinë C. Të dhënat janë analizuar në mënyrë që të kuptohet koha e nevojshme për këto kompani për të arritur Serinë C dhe shuma mesatare e mbledhur nga kapitali i sipërmarrjes.

Tabela 15

	Kompania	Ditë deri në serinë C	Shuma e mbledhur në të gjithë raundet	Numri i Investitorëve
1	XbAV AG	1891	€ 48.90	6
2	Pyraid Analytics	912	\$67	7
3	Taxfix	933	\$110	12
4	Snyk	1744	\$452	28
5	Personino	1286	\$129	24
6	Tractable	1366	59.9	25
7	Celonis	1262	\$368	9
8	Signal	1666	\$52	30
9	TrueLayer	1315	\$72	21

10	ZeoTap	2059	\$63	34
11	BC Platfors	953	\$25	5
12	Aircall	2187	\$105	32
13	Pricefx	3178	\$125	15
14	Scandit	3990	\$123	15
15	ariaDB	3599	\$121	28
16	Adverity	1019	\$44	21
17	Glassbox	2045	\$71	11
18	Teplafy	2131	\$58	16
19	Varjo	1048	\$100	21
20	dacadoo	1649	\$70	3

Mesatarisht kompanive fillestare evropiane që kanë arritur financimin e serisë C ju janë dashur 1811 ditë ose 5.03 vite. Zakonisht në këtë fazë kompanitë janë të vendosura mirë në treg dhe kryesisht mbështeten në mbledhjen e kapitalit përmes shitjes së aksioneve të preferuara. Aksionet ka të ngjarë të jenë aksione të konvertueshme. Ata u ofrojnë mbajtësve të drejtën për t'i shkëmbyer ato me aksione të zakonshme në kompani në ndonjë datë në të ardhmen. Në të njëjtën kohë, shuma mesatare e mbledhur në këtë fazë nga këto njëzet kompani është 113 milion Euro që reflekton shumën e sugjeruar nga studimet e mëparshme. Ndërsa numri i investitorëve në këto kompani fillestare varion nga 3 në 30. Mesatarisht të gjitha kompanitë pasqyrojnë 18 investitorë për të gjitha fazat e financave.

Ky punim ka kryer një qasje të ngjashme me kompanitë në SHBA. Rezultatet tregojnë se kompanitë në SHBA arritën raundin C të financimit në 2077 ditë ose 5.7 vite. Kjo është disi më e gjatë se mesatarja e arritur nga fillestarët evropianë. Në të njëjtën kohë, shuma mesatare e financimit të mbledhur në këto raunde është 127 milion dollarë. Duke pasur parasysh kursin

e këmbimit ndërmjet euros dhe dollarit, kjo tregon shumën pothuajse të barabartë të mbledhur midis kompanive evropiane dhe atyre amerikane. Ndërsa numri mesatar i investitorëve është 19.4 që është disi më i lartë se në Evropë por prapë në nivele të ngjashme. Në përgjithësi ka shumë pak ndryshime midis kompanive evropiane dhe atyre amerikane për sa i përket kohës dhe shumës së ngritur nga këto kompani fillestare.

Tabela 16

	Kompania	Ditët deri në serinë C	Shuma mbledhur në të gjithë raundet	e Numri i investitorëve
1	Split Softëare	1729	59.8	19
2	Socure	2253	96.9	47
3	EFileCabinet	4450	42.5	9
4	Coda	2233	140	17
5	Rigetti Computing	2303	198.5	48
6	Beyond Limits	2091	158.8	3
7	Chorus.ai	1379	100.3	11
8	Postman	1843	208	7
9	TalkDesk	3193	267.5	20
10	Vast Data	1566	180	17
11	Fivetran	2633	163.1	12
12	Podium	2111	217.6	20
13	Immuta	1804	68.2	23
14	Creator IQ	1786	40.8	8
15	UJET	1728	100.6	18

16	SmartRent	726	101.5	15
17	Front	2273	138.3	47
18	Dremio	1644	126.5	12
19	FogHorn	1616	72.5	29
20	SirionLab	2194	61	6

Kapitulli 6 Infrastruktura e start-up dhe tregjet e kapitalit në Shqipëri

6.1 Hyrje

Në këtë kapitull ne ofrojmë një analizë të përgjithshme të situatës aktuale të start-upeve në Shqipëri dhe se sa mundësi ka tregu i kapitalit sipërmarrës të zhvillohet në Shqipëri. Ne kemi bërë një analizë të fondeve që jepen nga shteti për start-upet si dhe një analizë të situatës aktuale të kërkim zhvillimit në Shqipëri. Ajo që vihet re është se shteti shqiptar shpenzon më pak nga të gjitha shtetet e tjera përsa i përket kërkim zhvillimit dhe potencialisht investimet private do të çlironin shumë fonde për financimin e ideve të reja inovatore. Por pavarisht kësaj ne vejmë re nëpërmjet analizës së tregut të kapitalit në vend se Shqipëria nga ana ligjore ka akoma mangësi për të lejuar zhvillimin e këtij tregu. Edhe në raste kur ka patur financime të qenësishme për start-upet në vend financimi ka ardhur nga kapital sipërmarrës ndërkombëtar siç është rasti i kompanisë Gjirafa.

6.2 Kërkim Zhillimi në Shqipëri

Sipas të dhënave të INSTAT Shqipëria në vitin 2018 kishte vetëm 41 ndërmarrje të cilat operonin në fushën e kërkim zhvillimit. Këto janë dhe shifrat më të ulta në Ballkan duke treguar se kompanitë shqiptare kanë pak ose shumë pak interes për të shpenzuar para në kërkim dhe zhvillim dhe për rrjedhojë në inovacion në prodhim dhe shërbim për tu bërë më konkurrues në tregun e brendshëm si dhe atë ndërkombëtar. Në fakt të dhënat tregojnë se krahasuar më një vit më parë numri i firmave të cilat merreshin me kërkim dhe zhvillim ra me 37% duke përkeqësuar ndjeshëm këtë tregues. Po të mbështetemi në të dhënat e EUROSTAT gjithashtu vihet re se vendi ynë mbetet pas shumë vendeve të tjera të rajonit ku ne shpenzojmë 0.03% të PBB-së në këtë sektor të rëndësishëm për ekonominë. E përkthyer

në terma financiar ne shpenzojmë më pak se 500 milionë lekë në vit në R&D. Këtu përfshihen edhe shpenzimet qeveritare, dhe ato të universiteteve si dhe të dhënat nga ndërmarrjet private. Në fakt vendet më të industrializuara të Ballkanit siç është Serbia shpenzojnë deri në afërsisht të 1% të PBB-së në R&D. Kjo shifër e lartë krahasuar me Shqipërinë mundet të vi dhe për shkak të investimeve të huaja që kjo ekonomi ka siç janë industrinë e automobilitetit, Fiat Chrysler, apo dhe biokimike. Këto ndërmarrje të mëdha ndërkombëtare për shkak të natyrës konkurruese që ato duhet të kenë bëjnë dhe shpenzime të larta në këtë fushë. Kërkimi dhe zhvillimi, i njohur në Europë si hulumtim dhe zhvillim teknologjik, u referohet aktiviteteve inovative të ndërmarra nga korporatat apo qeveritë në zhvillimin e shërbimeve dhe produkteve të reja, ose përmirësimin e shërbimeve ekzistuese ose produkteve.²¹

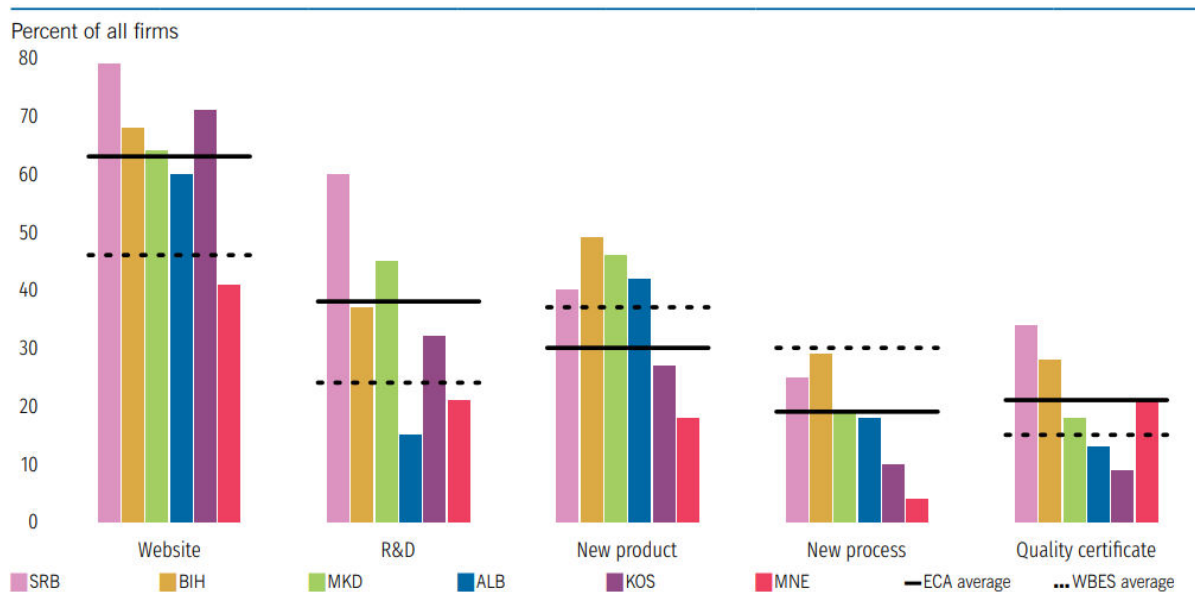
Në një pyetësor të bërë në vitin 2019 nga Banka Botërore për sipërmarrjet e vogla dhe të mesme në vendet e Ballkanit vihet re se ndërmarrjet shqiptare e shohin me më pak prioritet hulumtimin në kërkim dhe zhvillim. Në fakt mbetemi të fundit në rajon ku vetëm 10% e 377 firmave të pyetura në pyetësorin e Bankës Botërore kanë investuar në inovacion në proceset e prodhimit të tyre dhe në vend të parë mbetet Serbia ku 60% e firmave të pyetura në kampion kishin investuar në inovacion dhe kërkim dhe zhvillim. Ky indikator tregon se si në nivel makro ashtu dhe me të dhëna selektive inovacioni dhe përpjekja për të gjetur mënyrat më të mira dhe konkurruese në prodhim mbeten jo prioritare për biznesin vendas. Sipas Bankës Botërore edhe para krizës ekonomike të ardhur për shkak të pandemisë vendet e Ballkanit Perëndimor, dhe në veçanti Shqipëria, ishin shumë pak të predispozuar për të qenë motor kryesor në nxjerrjen nga kriza të ekonomisë.

Po të shohim më në detaje të dhënat e pyetësorit vetëm 60% e firmave në Shqipëri kishin një uebsite e cila shërben për tu lidhur me tregjet ndërkombëtare, ndryshe nga Serbia ku 80% e

²¹<https://www.monitor.al/me-pak-biznese-qe-merren-me-kerkim-dhe-zhvillim-shqiperia-mbetet-pas/>

firmave kishin një të tillë. Po ashtu është shqetësues fakti se vetëm 20% e firmave kishin investuar për procese të reja prodhimi krahasuar me 35% në Bosnjë Hercegovinë. Banka Botërore shprehet se vendet e Ballkanit duhet t'i japin më shumë rëndësi zhvillimit dhe investimit në teknologji, IT si dhe kërkim dhe zhvillim. Sipas saj infrastruktura ligjore e vendeve të Ballkanit nuk mundëson zhvillimin e “engjëjve të biznesit” apo “kapitalit sipërmarrës.” Për këtë arsye kompanitë e reja inovative e kanë të vështirë të gjejnë financim për idetë e tyre dhe për këtë arsye ligje të reja që promovojnë start-upet si dhe lehtësojnë proceset e krijimit të tregjeve të financimit duhet të jenë prioritet dhe në këtë mënyrë çlirohet mundësia financiare dhe rritet presioni ndaj firmave për të qenë inovatore e për shpenzuar më shumë në inovacion.

Grafiku 17. FIRMAT TË CILAT DUAN TË ADAPTOHEN NË TREG GLOBAL



Burimi: Pyetësor i Sipërmarrjeve, Banka Botërore 2019

Po ashtu në këtë pyetësor të bërë nga Banka Botërore ne kemi analizuar dhe të dhëna të tjera që lidhen me aksesin në financim të këtyre firmave. Analiza e përgjigjeve të tyre është e rëndësishme sepse mundet të shpjegojë mungesën e zhvillimit të tregjeve të kapitalit si dhe

për më tepër mundësinë që ka “kapitali sipërmarrës” për të gjetur terren në Shqipëri. Sipas të dhënave të analizuara firmat shqiptare që kanë një linjë kredie me bankat e nivelit të dytë arrijnë në 37.8% e cila është e ngjashme me mesataren e pyetësorit për vendet e Europës që kanë një mesatare prej 37.1%. Por ajo që vihet re në rastin shqiptar është nevoja e lartë për të patur kolateral për të marrë kredi. Ky indikator është shqetësues pasi shumë prej firmave të reja “start-up” e kanë të vështirë të kenë kolateral në procesin e tyre të ofrimit të shërbimit apo prodhimit. Ndaj të dhënat e marra në rastin e Shqipërisë ku 90% e firmave shprehen se kanë nevojë për kolateral kur marrin kredi krahasuar me 71% në mesataren Europiane e bën aksesin në financim dhe më të vështirë për firmat start-up. Por nga ana tjetër vihet re një mardhënie e mirë mes firmave që operojnë në treg dhe sistemit bankar ku ndryshe nga vendet Europiane në Shqipëri firmat shprehen se asnjëra prej tyre nuk ka patur refuzim të kërkimit të tyre për kredi ndryshe nga vendet Europiane e cila arrijnë në 9% e firmave të pyetura. Të dhënat gjithashtu tregojnë se 21% e firmave kanë problem aksesin në financim krahasuar me 16% në vendet Europiane duke treguar se tregjet e kapitalit mundet të jenë një mundësi e mirë në të ardhmen për rritjen e financimit të firmave.

Por për të patur një ekonomi inovative është e rëndësishme dhe investimi në burime njerëzore. Në tersi “triple helix”, pra lidhja akademi, industri dhe shtet, për të mundësuar një rritje ekonomike inovative mbetet e pa shfrytëzuar plotësisht në Shqipëri. Sipas këndvështrimit të punimit të studiuesëve Henry Etzkoëitz dhe Loet Leydesdorff një vend që të arrijë potencialin e tij në rritje ekonomike afatgjatë duhet të krijojë kushtet e kërkimit shkencor në një mënyrë të tillë ku marrdhënia industri akademi të jetë e fortë dhe burimet njerëzore që trajnohen të jenë në linjë me nevojat e industrisë. Kjo quhet modeli linear i inovacionit ku transferimi i ideve kërkimore akademike më pas palikohen në industrinë prodhuese për të shndërruar dijen në produkte komerciale. Po ashtu në këtë qasje në vende si Shqipëria ku arsimit i lartë është kryesisht shtetëror atëherë shteti si ofruesi kryesor i arsimit ka një rol më të rëndësishëm në

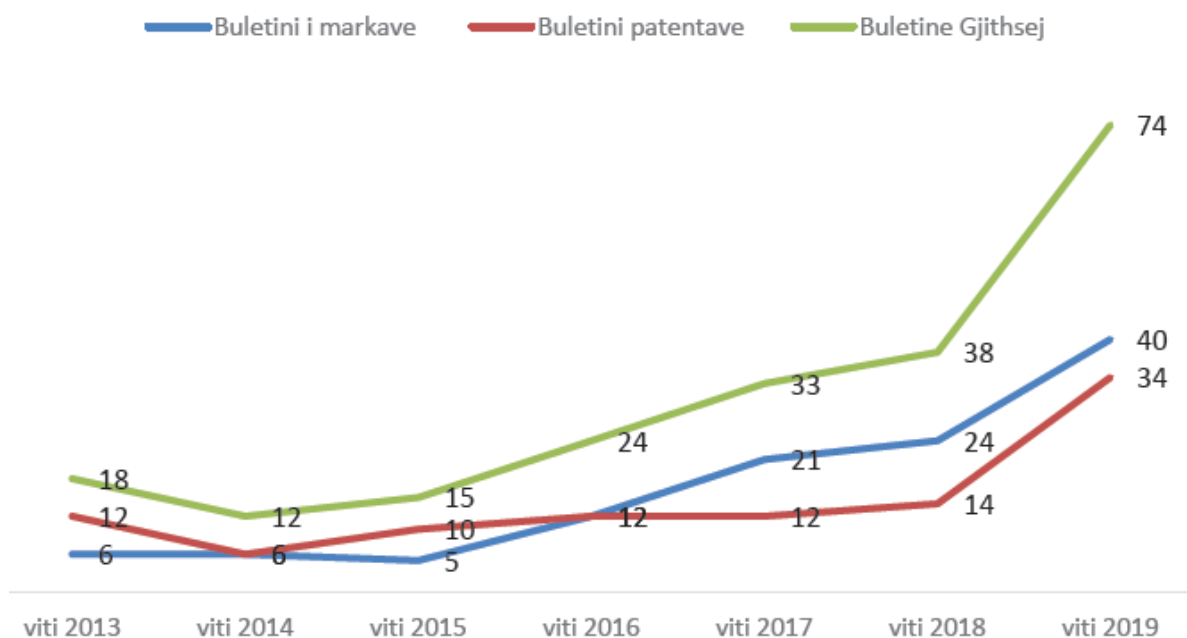
orientimin e stafit akademik drejt prioriteteve industriale apo shtetërore. Po ashtu dhe në vende ku arsimit privat ka një rol më të madh si në SHBA , shteti mundet të influencojë nëpërmjet dhënies së granteve dhe financimit të projekteve kërkimore. Nga ana tjetër shteti, në varsi të qases që ka rikon dhe lidhje të ngushta me sipërmarrjen nëpërmjet politikave të përbashkëta ose ofrimin e mbrojtjes ligjore për mbrojtjen intelektuale për patentim apo zhvillim të mëtejshëm (Etzkowitz & Leydesdorff, 1995)

Duke analizuar këtë model ne shohim që në Shqipëri arsimit i lartë ka më shumë burime njerëzore në fusha të tilla si shkencat sociale dhe ekonomi dhe biznes sesa në shkencat natyrore. Sipas të dhënave të Ministrisë së Arsimit në Shqipëri janë 1909 PhD, ku 77,3% e tyre punojnë pranë universiteteve publike, ndërsa në universitetet private janë rreth 20,0% e tyre. Me këtë të dhënë ne shohim se shteti ka një rol të rëndësishëm në krijimin e modeleve të suksesshme të “triple helix” pasi ka dhe numrin më të madh të kërkuesve shkencor. Por po të shohim detajet vihet re se rreth 38,3% e PhD-ve është në shkencat sociale, në shkencat natyrore janë rreth 19,1%, ndërsa 16,8% e PhD-ve është në nënfushën ekonomike dhe biznes, ndërsa në nënfushën gjuhësi janë rreth 11,1% e PhD-ve që i janë përgjigjur pyetësorit. Po ashtu shteti shqiptar ka krijuar së fundmi dhe ligjin e mbrojtjes së pronësisë industriale e cila i jep më shumë të drejta ligjore industrisë prodhuese në vend duke e bërë më konkurruese në të ardhmen dhe që jep nxitje firmave të jenë me patentat e tyre prodhuese. Në tersi sipas të dhënave nga Drejtoria e Përgjithshme e Pronësisë Industriale ka patur një hov në rritje të aplikimeve për regjistrim patentash në Republikën e Shqipërisë. Patentimi i shpikjeve është një nga shumë aspektet e inovacionit, por është dhe treguesi kryesor i matjes së përparimit të tij. Mbrojtja efektive e patentave për shpikje gjithashtu inkurajon investimet e mëtejshme në kërkim dhe zhvillim, si dhe ndikon në rritjen e kapitalit. Në Drejtorinë e Përgjithshme të Markave dhe Patentave, në vitin 2017 ka pasur 4 aplikime nga studentë për patentë kombëtare dhe 3 aplikime nga pensionistë.

Sektori i patentave, gjatë vitit 2017, ka pranuar 813 aplikime për patenta krahasuar me 745 aplikime të depozituara në vitin 2016, pra kemi një rritje prej 9.13% të numrit të aplikimeve për patenta. Nga këto aplikime, 24 janë aplikime kombëtare me aplikant nënshtetas shqiptarë dhe 789 aplikime për patenta, janë patenta të lëshuara nga Zyra Europiane e Patentave, të cilat kërkojnë mbrojtje në Shqipëri.

Në fund të vitit 2019 në Shqipëri u regjistruan 34 patenta nga vetëm 6 që ishin në vitin 2014. Megjithatë kjo shifër mbetet mjaft e ulët nëse e krahasojmë me vendet e industrializuara ku më shumë se 50.000 patenta u regjistruan në Kinë vetëm në vitin 2019. Pavarishtë kësaj krijimi i ligjit të ri të pronësisë industriale si dhe vëmendja në rritje për shkak të përafrimit legjislativ me Bashkimin Europian do të thotë se në të ardhmen bizneset vendase gjithnjë e më shumë do të detyrohen të regjistrojnë markën dhe patentat e tyre prodhuese për tu mbrojtur nga konkurrenca dhe për tu zgjeruar në nivel Europian.

Grafiku 18 Aplikime Vjetore për regjistrim Marke dhe Patentash



Burimi: Drejtoria e Përgjithshme e Pronësisë Industriale

6.2.1 Strategjia Kombëtare për Inovacion

Në Strategjinë Kombëtare e Shkencës, Teknologjisë dhe Inovacionit 2009-2015 Republika e Shqipërisë nuk ka asnjë koment mbi rëndësinë e start-upeve inovative dhe nevojën shtetërore për të qënë aktor I rëndësishëm në promovimin e këtij sektori. Si pjesë e analizës së bërë në atë kohë pranohej se në Shqipëri “përbërja sektoriale anon më tepër drejt veprimtarive me teknologji të ulët (punësimi në bujqësi mbetet relativisht i lartë) dhe eksportet janë të ulëta në terma absolute e relative” për këtë arsye thuhet se strategjia kombëtare duhet të anojë në mbështetje të modernizimit të ekonomisë”. Pavarësisht kësaj në këtë strategji kombëtare më tepër flitet për nevojën e rritjes së kapaciteteve kërkimore në agjenci apo institucione arsimore publike duke folur aspak për rëndësinë e sektorit privat në kërkim dhe zhvillim.

Nga ana tjetër Strategjia Kombëtare për Shkencën, Teknologjinë dhe Inovacionin 2017 – 2022 flet shkurtimisht për rëndësinë e start-upeve dhe nevojën për ti integruar në një politikë shtetërore por gjithsesi ngarkon AIDA si një institucion që duhet të ketë prioritet dhe këto biznese por pa bërë një plan mirëfilli mbi këtë sektor. Në strategjinë e fundit kombëtare thuhet se objektiv kryesor është “rritja e bashkëpunimit mes komunitetit të kërkueseve shkencorë dhe atij të biznesit dhe nxitja e start-upeve” si një hallkë e rëndësishme e modelit “triple Helix” në inovacion.

6.2.2 Progres Raporti BE 2019²²

Përveçse strategjisë Kombëtare për Shkencën dhe Teknologjinë ne i kemi referuar dhe progres raporteve të bëra nga Bashkimi Europian në lidhje me inovacionin dhe strukturën e ekonomisë shqiptare. Sipas këtij raporti të bërë në vitin 2019 Shqipëria ka akoma probleme me aftësinë e saj për të përballuar presionin konkurrues dhe forcat e tregut brenda Bashkimit

²²<https://www.parlament.al/Files/Kerkese/20190708131532Mbi%20gjetjet%20dhe%20rekomandimet%20e%20Raportit%20te%20Komisionit%20Evropian%20per%20Shqiperine%202019.pdf>

Evropian në të ardhmen. Megjithëse ka bërë përparim në sektorin e energjisë, transportit dhe infrastrukturës digjitale ajo sërish mbetet pas. Shqetësuese shihet mungesa e njohurive sipërmarrëse dhe teknologjike dhe niveli i ulët i arsimit. Sipas raportit këto faktorë e pengojnë integrimin e Shqipërisë në rrjetet ndërkombëtare të tregtisë. Kapaciteti i Shqipërisë thuhet në raport për kërkim shkencor, zhvillim dhe inovacion mbetet i ulët dhe për të përmirësuar konkurrueshmërinë dhe rritjen ekonomike afatgjatë, Shqipëria duhet në veçanti: të shtojë shpenzimet për arsimin dhe kërkimin shkencor si raport i PBB-së dhe të zbatojë reformat e parashikuara për arsimin dhe aftësimin profesional; të përmirësojë shërbimet e mbështetjes teknike në nivel lokal për ndërmarrjet mikro, të vogla dhe të mesme, për t'i ndihmuar ata të investojnë, të jenë novatorë.

6.3 Ekosistemi i Start-up në Shqipëri

Duke parë këto strategji kombëtare si dhe rekomandimet e bëra nga progresi i Komisionit Europian për ekonominë tonë ne kemi bërë një analizë të mbështetjes aktuale të ofruara nga shteti shqiptar për ndërmarrjet SME. Ashtu siç pamë dhe më sipër për të patur një ekosistem inovativë shteti mundet të marrë një rol të rëndësishëm si partner në modelin “triple Helix”. Kështu një mënyrë e drejtpërdrejt e ndihmës ndaj bizneseve të vogla dhe të mesme është ofrimi i granteve shtetërore për të mundësuar atyre të rrisin investimet në kërkim dhe zhvillim ose për të zgjeruar tregun. Të dhënat e marra nga Ministria e Financave tregojnë se deri tani mbështetja e drejtpërdrejtë e dhënë për bizneset është nëpërmjet granteve shtetërore të ofruara nga AIDA të cilat gjatë viteve 2014-2019 ka qenë në shumën prej 264 milion lekë, nga të cilat kanë përfituar 373 biznese. Megjithëse një shifër e ulët sërish tregon se shteti e ka kthyer vëmendjen drejt ndihmës për zhvillimin e bizneseve për të qënë novator. Për më tepër të dhënat në buxhetin e vitit 2021 tregojnë se shteti do të rrisë financimin për grandëmbështetëse për kërkim zhvillim. Në Buxhetin e vitit 2021 miratuar

nga Këshilli i Ministrave janë parashikuar fonde të konsiderueshme sa për 6-vjet të marra së bashku për t'u vënë në dispozicion në formën e granteve për bizneset. Synimi është për të shtuar gamën e mbështetjes dhe numrin e bizneseve përfituese. Fondi në dispozicion për skema mbështetëse për biznesin është rreth 280 mil lekë duke synuar mbështetjen e më shumë se 300 bizneseve bazuar planet e tyre të biznesit. Po ashtu shteti ka një strategji për të

bashkuar skemat ekzistuese mbështetëse që kanë elementë të përbashkët duke synuar një thirrje për një game më të gjerë të biznesit. Po ashtu kanë rritur shumën e përfitimit për aplikant. Përgjatë viteve të fundit ka patur rritje të cilat kanë qenë në vlerë fikse sipas llojit të programit. Po punohet në drejtim të rritjes së vlerës duke marrë në konsideratë kreditë shtesë për kategori të caktuara dhe me vlerë të shtuar për ekonominë e vendit si dhe të mundësojnë përdorimin e IT në aplikime për grante duke iu imponuar bizneseve në rëndësinë që ka adoptimi në teknologji.

Po ashtu vihet re një vëmendje në rritje për trajnim dhe ofrim të ideve inovative nëpërmjet projekteve të ndryshme me ndihmën e donatorëve Europian. Kështu gjatë viteve 2018-2020 janë ofruar trajnime në start-up dhe inovacion për më shumë se 1100 individë. Duke u fokusuar në zhvillimin e sektorit privat duke ndikuar në formimin e aspirantëve sipërmarrës dhe/ose sipërmarrës të rinj në treg. Në këtë qasje më shumë se 62% e bizneseve që janë trajnuar dhe dhënë grante janë biznese start-up dhe vetëm 38% janë biznese ekzistuese.

Tabela 17

Gjinia	Femra	Meshkuj
	34%	66%
Forma	Individual	SHPK
Biznesit	70%	30%
Ekzistues/Start	Start Up	Binzes

Up	Egzistues
62%	38%

Po ashtu programe të tjera si “EU for Innovation” synojnë përmirësimin e ekosistemit të inovacionit dhe nxitja e start-up në Shqipëri. Ky projekt financohet nga instrumenti financiar (IPAI) 2014-2020 për sektorin e Konkurrueshmërisë dhe Inovacionit me vlerë totale 7.539.238 euro. Duke analizuar të dhënat e programit vihet re se tre fushat kryesore për të cilat priten rezultate nga zbatimi i projektit janë:

1. Zhvillimi i kapaciteteve për fushën e inovacionit midis aktorëve të ekosistemit të inovacionit;
2. Forcimi i lidhjeve në fushën e inovacionit për mjedisin shqiptar dhe ndërkombëtar;
3. Financimi për start- up inovative dhe organizatat që mbështesin zhvillimin e inovacionit – (The Challenge Fund);

Tabela18: Numri i aplikimeve dhe përfituesit EU for Innovation:

Thirrja	Numri i Aplikimeve	Lloji i subjektit		Nr i subjekteve të krijuara	
		Start-up	ISO (Innovative Support Organisation)	Start-up	ISO (Innovative Support Organisation)
I	194	163	31	10	2
II	193	146	47	8	2

III	137	103	34	9	4
				Në fazë vlerësimi	Në fazë vlerësimi

6.4 Analizë e Problematikave të Ekosistemit të Start-up në Shqipëri

Në analizën e bërë në lidhje me ekosistemin e start-upeve në Shqipëri si dhe në lidhje me tregjet e financimit të tyre vihet re se Shqipëria ka mangësi të theksuara. Sic pamë dhe në seksionin më lart në punim shteti shqiptar ka ndërmarrë disa hapa në lidhje me rritjen e grandeve ndaj bizneseve SME por pa një strategji kombëtare në lidhje me to. Grandet për start-up si dhe financimi i tyre bëhet nga projekte të ndryshme ndërkombëtare por asnjëra prej tyre nuk synon të lidh startupet me financime të kapitalit sipërmarrës.

Në tersi vihet re se Shqipëria përveçse nuk ka patur një ligj dedikuar ekosistemit të startupeve ajo gjithashtu nuk ka patur një institucion qeveritar që kujdeset për to në forma trajnimi apo dhe financimi. Dhe përveç këtyre sfidave ligjore vihet re dhe një mungesë e theksuar incentivash fiskale për start-up por gjithashtu dhe incentiva për “engjëj biznesi” apo “kapital sipërmarrës”. Të dyja këto forma financimi të startupeve konsiderohen si gjithë bizneset e tjera duke e bërë më pak konkurrues Shqipërinë.

Në analizën tonë vihet re se institucione të ndryshme shtetërore kanë përkufizime dhe kuptime të ndryshme mbi termin start-up. Disa e përdorin si përkufizim të një biznesi që merret me ide inovative dhe teknologji të tjera përfshijnë çdo biznes të ri në Republikën e Shqipërisë. Kështu përsëmbull AIDA e cila ofron grande për start-upet në Shqipëri përkufizon si të tilla çdo biznes i cili ka më pak se dy vjet i cili është regjistruar në QKB dhe po ashtu këto biznese në rast se do përkufizoheshin si start-up ligjërisht mundet të kishin dhe përfitime të tjera ligjore siç mund të ishin përjashtimet fiskale. Po ashtu shteti shqiptar nuk

ofron aktualisht asnjë grand mbështetës për aksesin në financim. Siç dhe dihet start-upet kanë të vështirë të marrin financim bankar pasi atyre u kërkohet kolateral dhe për rrjedhojë nga vetë natyra e sipërmarrjes ato mbeten të pafinancuara. Nga ana tjetër “kapitali sipërmarrës” është shumë pak i zhvilluar pasi nuk ka asnjë incentivë fiskale për ta për të financuar dhe nuk janë të përjashtuar nga taksat për të qenë konkurrues. Në këto kushte dhe duke qënë se dhe firmat e mëdha kanë pak interes për inovacion bën që sipërmarrës të rinj të talentuar të kenë treg të vogël për tu zhvilluar në Shqipëri dhe fokusohen kryesisht për të gjetur menjëherë treg ndërkombëtarë duke e bërë dhe më të vështirë konkurrueshmërinë e tyre dhe mundësinë e tyre për të mbijetuar në treg. Siç pamë dhe më sipër Shqipëria e ka shumë pak të zhvilluar modelin “triple Helix” të inovacionit dhe burimet njerëzore në vend nuk janë të përgatitura për të qenë në krah të industrisë së shërbimeve apo inovative.

Në këtë kuptim vihet re se start-upet në Shqipëri nuk janë të lidhura mirë në treg si me industrinë ashtu dhe me njëra tjetrën. Nuk ekziston asnjë “cluster” investimesh në start-up dhe asnjë qënder apo park industrial i dedikuar inovacionit. Në këtë mënyrë shkëmbimi i ideve mbetet minimal mes sipërmarrjeve të reja dhe po ashtu ka pak informacion mbi tregjet ndërkombëtare apo financime të mundshme Europiane.

6.4.1 Lista e Start-upeve Shqiptare

Startup Rank është një uebsite ndërkombëtar që mbledh të dhëna mbi kompani startua anëmbanë botës për të krijuar një databazë me kompani që operojnë në fushën e IT. Të dhënat e mbledhura prej tyre varen nga numri i vizitorëve si dhe risitë që ata ofrojnë në treg

për përdoruesit. Në këtë databazë të dhënash vihet re se në Shqipëri ka mbi tridhjetë kompani startup që janë përfshirë si startup potencial²³.

Gjirafa është kompania e parë e cila në vitin 2014 arriti të kishte financimin e parë në një shumë të pa bërë publike. Kjo kompani është kompania e parë e cila ofron kërkim në internet në gjuhën shqipe duke e bërë unike në treg. Në vitin 2016 ajo arriti të finançohej me një vlerë prej 2 milionë dollarësh nga Rockaway Capital e cila është e specializuar në financim për kompani start-up në tregjet në rritje si të Europës Lindore dhe Brazil. Gjirafa është përqëndruar ekskluzivisht në vendet shqipfolëse, nëpërmjet zhvillimit të një motori kërkimi në gjuhën shqipe dhe më pas dixhitalizimin fjalë për fjalë të informacionit të vendit, nga oraret e autobusëve në një bazë të dhënash të bizneseve lokale dhe vendeve, dhe më gjerë. Investitorët u tërhoqën nga kjo "qasje e tregut në zhvillim" dhe vendosën një financim në Seri A prej 2 milion dollarësh në 2016 për të "rritur prezencën e Ballkanit në internet" duke dixhitalizuar dhe indeksuar informacionin në Shqipëri dhe Kosovë, duke e bërë kështu Gjirafa udhëheqësin rajonal në kërkim, tregtinë elektronike dhe reklamimin në internet. Sot Gjirafa pretendon 3 milionë përdorues unikë mujor në të gjithë shërbimet e tij dhe tani ka mbledhur një financim në Serinë B prej 6.7 milionë \$ nga Rockaway Capital, i cili ka mbështetur kompaninë që nga viti 2016. Financimi i ri ka për qëllim shkallëzimin e produkteve aktuale në rajon. Seria B do të lejojë që kompania të dyfishojë ekipin aktual të saj (aktualisht ka 70 punonjës me kohë të plotë, dhe rreth 100 në total me kohë të pjesshme), gjithashtu pret të rrisë shkallën me produktet ekzistuese në rajon dhe ofrimin e shërbimeve të tjera dixhitale që nuk janë të disponueshme në rajon.

²³<https://www.startupranking.com/top/albania>

Tabela 19

Lloji I Financimit	Viti	Vlera	Lloji I Firmës
5. Hapat e mëvonshëm Kapital	31-Jul-	\$6.7	Rritje shitjes
Sipërmarrës Seria B	18	M	
4. Hapat e parë Kapital	10-Feb-	\$ 2 M	Rritje shitjes
Sipërmarrës Seria A	16		
3. Angel (individ)			Rritje shitjes
2. Accelerator/Incubator	6-May-		Rritje shitjes
	14		
1. Accelerator/Incubator			Startup

Gjirafa është bërë lojtari më i madh i tregtisë elektronike në rajon, duke pasur një produkt kryesor OTT: GjirafaVideo dhe GjirafaStudio, ekuivalente me Hulu dhe Netflix; duke prodhuar përmbajtjen e vet, aktualisht ka rreth 1 milionë minuta video të konsumuara në ditë (dhe rritje dyshifrore në baza mujore) dhe më shumë se 80 kanale live në internet. Gjirafa, Inc., është kompania me rritjen më të shpejtë në rajon dhe rritja është mbresëlënëse me 314 përqind CAGR. Ta themi në perspektivë: kur treguesit e PBB-së normalizohen për rajonin e Ballkanit përkundërt Sh.B.A-së, ai ka një rritje ekuivalente të të ardhurave siç kishte Google midis viteve 2001-2004 dhe duke vazhduar në të njëjtën rrugë.

Investimi i bërë nga Rockaway i ofroi kompanisë gjirafa përveç financimit dhe knoë-hoë dhe kontakte zgjerimi të platformës. Kështu në vitin 2020 gjirafa ishte një ndër 50 kompanitë me rritjen më të madhe në Europën Lindore sipas Deloitte. ²⁴ Rritja e kompanisë erdhi dhe si pasojë e rritjes së mëtejshme të financimit nga ana e Rockäay me 8.7 milionë dollarë duke

²⁴<https://www.rockawaycapital.com/en/2020/11/gjirafa-and-threatmark-are-among-the-50-fastest-growing-companies-in-central-europe/>

bërë gjirafën një ndër kompanitë më të investuara teknologjike që operon në gjuhën shqipe. Kështu përvecëse kapitalit sipërmarrës Rockaway në kompani në serinë B kanë investuar dhe: Even Berntsen (ish drejtor menaxhues në JP Morgan dhe State Street), Bleron Baraliu (listuar në top 30 ndërmarrës nën 30 vjet nga Trader Magazine), Vincent Dahinden (CEO tek Solum Financials, ish pjesë e Citibank, Merrill Lynch, Bear Stearns), Semyon Dukach (ish drejtor menagjues në TechStars Boston), të cilët i janë bashkuar grupit ekzistues të investuesve angels si: Esther Dyson, Ondrej Bartos, and Philip Steahelin²⁵.

Tabela 20

Gjirafa	Motorr kërimor në gjuhën Shqipe
Publer	Planifikonn postimet për Facebook, Instagram, Tëitter, LinkedIn, Pinterest, Google My Business dhe YouTube.
gjirafa50.com	Është dyqan online i specializuar për shitjen e TOP produkteve më të kërkuara të teknologjisë dhe me çmimet më të lira.
gjirafamall	GjirafaMall.com eshte dyqani më i madh online në Kosovë me mbi 60.000 produkte nepër kategori të shumta: Auto, Librari, Shtëpi, Aksesorë, Veshje, Fëmijë, Teknologji, Kozmetikë, Sport, Vegla Pune. Transportin e porosive e bëjme për 48h
njoftime falas	NjoftimeFalas është një portal shqiptar për shitjet dhe blerjet në internet, ofertat e punës, pasuritë e paluajtshme dhe shërbime të ndryshme të marketingut.
Business Magazine Albania	lajme online i lajmeve të Biznesit dhe Teknologjisë dhe gjeneron përmbajtjeje që ofron histori frymëzuese suksesi, intervista ekspertësh, mendime nga menaxherë, pronarë biznesesh, investitorë të mundshëm, udhëzues biznesi, video etj.

²⁵<https://www.koha.net/tech/152688/gjirafa-merr-investim-te-series-b-me-6-7-mln-dollare-investim-i-udhehequr-nga-rockaway-capital-dhe-investitore-amerikane/>

shpi.al	databazë për shtëpi në shitje
autobox	shitje online automjetesh
manoolia	Deisgner dhe zhvillues kreativ
webprom	START AD është një agjenci reklamash që ofron një platformë miqësore për përdorimin e ndërveprimit midis ëebmasterave dhe reklamuesve në Uebfaqe (Uebfaqe)
100oferta	
techsot	
division5	Ne ndërtojmë produkte që i ndihmojnë njerëzit të bëjnë gjërat më shpejt dhe më mirë. Për më shumë se katër vjet ne kemi zhvilluar program kompjuterik kompleks për klientët tanë. Të shpejtë dhe të besueshëm.

Në një analizë të bërë të gjithë kompanive të tjera start-up të renditura në Start-up rank vihet re se përveçse gjirafa asnjë kompani tjetër që operon në gjuhën shqipe apo që është e vendosur në Shqipëri nuk ka mundur të marrë financim nga kapital sipërmarrës. Kompani të ndryshme si manoolia të cilat operojnë në Shqipëri por oforojnë shërbime ndërkombëtare në design dhe softëare design mbeten të pafinancuara dhe operojnë në bazë të financimit të tyre bazuar në projekte specifike. Kompani të tjera që operojnë në treg janë të fokusuara më tepër në tregun e brendshëm dhe financimi i tyre vjen nga paratë e tyre ose financim bankar. Në tersi vihet re potencial i lartë i pashfrytëzuar dhe lidhja e mundshme në të armdhen me kapitalin sipërmarrës Europian apo Amerikan do të bënte që kompanitë shqiptare të ekspozoheshin nga mënyra inovative financimi dhe zgjerimi. Rasti i Gjirafa e cila ka mundur

në katër vite të gjejë financim me vlerë 8.7 milionë dollarë tregon pikërisht rëndësinë që ka inovacioni dhe shërbimet në IT si mundësi zhvillimi të punësimit dhe të gjenerimit të ardhurave të larta. Tregu i IT nuk është treg lokal ndaj dhe financimi duhet të jetë i lidhur me tregun ndërkombëtar për të patur një industri të zhvilluar në të ardhmen.

6.5 Analizë Ligji Strat-Upeve në Shqipëri

Në bazë të intervistave të bëra me aktorë që janë përfshirë në krimin e ligjit të ri të star-upeve ne vejmë re se ky projekt ligj synon të plotësojë boshllëkun ligjor ekzistues, pasi në Shqipëri nuk ka patur dispozita të cilat rregullonin situatat e lidhura me Startup-et inovative. Projektligji ka për qëllim krijimin i një kuadri rregullator dhe institucional i cili mbështet dhe favorizon krijimin dhe zhvillimin e bizneseve të reja me potencial të lartë rritjeje, në fushën e teknologjisë dhe inovacionit, të njohura botërisht si Startup-e Inovative, të cilat realizojnë ide, modele, produkte dhe procese të reja biznesi, të cilat sjellin risi dhe përmirësim të ndjeshëm në çdo fushë të ekonomisë.

Spektori i start-up ka pasur probleme të rëndësishme në lidhje me përthithjen e investimeve të huaja, dhe pavarësisht interesit nga rinia shqiptare, rritja e start-up-eve inovative ka ndaluar, dhe numri i tyre mbetet relativisht i njëjtë.

Pas bisedave të zhvilluara gjatë konsultimit paraprak, problematikat e identifikuar mund të përmbledhen si më poshtë:

1. Mungesa e një përkufizimi të aplikueshëm për çfarë është një start-up inovativ;
2. Aksesit në finance, mungesa e mbështetjes ligjore për të marrë hua nga banka, mungesa e garancive nga qeveria. Mungese legjislatore për të incentivuar prezencën e angel investors dhe të venture capital.

3. Iniciativa fiskale- mungesa e lehtësirave fiskale për periudhën e inkubimit të start-upeve inovative
4. Informacioni- mungesa e informacionit për aspektet fiskale dhe ligjore nga ana e start-upeve inovative.
5. Legjislacioni – mungesa e një baze legjislative që rregullon, incentivon dhe përthith investime të huaja në fushën e start-upeve inovative.
6. Aksesimi në treg- tregu lokal konsiderohet relativisht i vogël, dhe ka vështirësi në aksesimin e tregut rajonal apo global.

Momentalisht, situata nuk është e rregulluar, për pasojë lind nevoja e një ligji të ri që adreson të gjitha problematikat e përmendura më sipër.

Projektligji implementon qëllimet e Strategjisë Kombëtare për Shkencën, Teknologjinë dhe Inovacionin 2017 – 2022 dhe Strategjisë së zhvillimit të biznesit dhe investimeve 2014-2020. Projektligji gjithashtu synon të japë zbatim rekomandimeve të progres raportit të Komisionit të Bashkimit Europian për Shqipërinë, për vitin 2019, i cili për sa i përket teknologjisë dhe inovacionit dhe Startup-eve përcakton se ekziston nevoja për të zhvilluar instrumente ligjore për të stimuluar Startup-et në drejtim të inovacionit.

Për zgjidhjen e problematikave të hasura prej tyre, u kërkua nga komuniteti dhe aktorët, hartimi i një pakete ligjore e cila trajton mbështetjen dhe rregullat që i zbatohen kësaj kategorie. Paketa ligjore synon kryesisht:

- Krijimin e një organi shtetëror të posaçëm për trajtimin e startup-eve inovative;
- Krijimin e një regjistri të dhënash mbi subjektet dhe masat mbështetëse të dhëna;
- Unifikimin e procedurave të zbatueshme për aplikimet dhe përfitimet nga grantet dhe programet mbështetëse;

- Përcaktimin e regullave për certifikimin e më pas monitorimin e startup-eve inovative.

Për të realizuar këto objektiva, është e nevojshme ndërhyrja në kuadrin ligjor ekzistues, nëpërmjet miratimit të një pakete ligjore të posaçme, e cila zbaton objektivat e strategjive kombëtare të miratuara

Projektligji prek kryesisht ideatorët e një biznesi, bizneset e reja inovative, si dhe subjektet mbështetës, të përkufizuar si lehtësues, kryesisht inkubatorë dhe financues të startup-eve inovative.

Ndikimet e drejtpërdrejta për këto subjekte lidhen me ndikimet pozitive që kanë masat mbështetëse që ofron kuadri ligjor dhe në mënyrë indirekte, këto subjekte dhe mjedisi i biznesit do të përfitojnë nga ngritja e eko sistemit të favorshëm, hyrja e aktorëve të rinj mbështetës dhe efektet pozitive në treg që derivojnë nga inovacioni i zbatuar në praktikë, zbatimi i modeleve të reja të biznesit, zhvillimi ekonomik, rritja eksponenciale dhe punësimi.

Kuadri i ri ligjor do të ketë efekte pozitive, direkte dhe të menjëhershme për ato ndërmarrje të vogla e të mesme që do të certifikohen dhe mbështeten si startup-e inovative. Për shmangien e ndikimeve negative mbi konkurrencën dhe deformimit të tregut, mbështetja do të jepet në përputhje me legjislacionin për ndihmën shtetërore dhe vetëm pas miratimit nga strukturat përgjegjëse.

6.6 Tregjet e Kapitalit

Pavarisht krijimit të ligjit të ri të start-upeve në të ardhmen ne duhet të analizojmë kushtet aktuale të Shqipërisë për të mundësuar zhvillimin e kapitalit sipërmarrës në të ardhmen. Deri më tani Shqipëria, ndryshe nga vendet e tjera të Ballkanit perëndimor nuk ka krijuar akoma një infrastrukturë përfundimtare për lehtësimin e krijimit të tregut të kapitalit në vend dhe

listimin e kompanive në burs. Në këtë seksion ne shpjegojmë nëpërmjet analizës dhe intervistave të ndryshme me aktorë në treg se çfarë problematikash ka tregu i kapitalit në Shqipëri dhe çfarë mundet të bëhet për të tejkaluar këto problematika.

6.6.1 Problematikat e Tregut të Kapitalit sipas IFC

Në tersi mundet të thuhet se nuk ka një rregull të artë përse i përket zhvillimit të tregjeve të kapitalit në një ekonomi. Ashtu sikundër e përshkruajnë dhe ekonomistë të Bankës Botërore çdo shtet është “unik në problematikat e tij”. Në analizën e tyre karakteristikat specifike të shteteve varen nga institucionet shtetërore, kushtet e tregjeve botërore si dhe faktorë të tjerë si rënia e bursës apo goditje të tjera ekzogjene të cilat ulin konfidencën në financimin e bizneseve nëpërmjet tregjeve të kapitalit. Të tëra këto faktorë janë ekzogjene dhe ndikojnë në zhvillimin e tregjeve të kapitalit pavarisht masave të ndërmarra nga qeveritë përkatëse. Eksperienca e shumë vendeve të Ballkanit tregon se pas një zhvillimi të parë të institucioneve të tregut të kapitalit siç janë ligjet apo dhe krijimi i bursës në periudhën afatgjatë këto tregje ngecin dhe janë pak të shfrytëzuara nga kompanitë për të gjeneruar financim duke e lënë këtë treg në nivel jo-optimal nga këndvështrimi i ekonomisë.

Institucionet qeveritare si Banka Qëndrore, AMF apo dhe Ministria e Financave kanë një rol parësor në zhvillimin e tregut të brendshëm të tregut të kapitalit. Por kompleksiteti dhe roli i këtyre institucioneve nuk është aq i thjeshtë në krijimin e tregjeve të suksesshme të kapitalit ndryshe nga ç’pretendohet nga literatura. Në tersi roli i qeverisë është të garantojë kushtet optimale ligjore për të krijuar tregjet e kapitalit në vend si dhe të garantojë që ndjek politika jo të anshme në favor të një industrie apo sektori publik përkundrejt sektorit privat. Po ashtu shteti mundet të lejojë zhvillimin e tregjeve të kapitalit duke ndjekur politika të arsyeshme fiskale dhe një borxh publik nën kontroll. Në këtë mënyrë normat e interesit për borxhin

publik do të jenë të ulta dhe për rrjedhojë do të mundësojë që kompanitë private të mundet të marrin hua më lirë në treg dhe të kenë nevojë për financim të mëtjeshëm. Ndaj borxhi publik i një qeveria ndikon direkt në sjelljen e firmave private duke cuar në fenomenin e “crowding out”. Në këto kushte sic dhe po ndodh në Shqipëri sektori publik ka rritur shpenzimet e saj në një nivel të lartë duke cuar në një borxh publik mbi 82% të PBB-së. Në këto kushte financimi i borxhit kërkon financim nga sektori privat duke ndikuar direkt në vendimmarrjen e kursimtarëve por edhe tëkredituesve sic janë bankat. Në këtë mënyre tregjet e kapitalit e kanë më të vështirë për të funksionuar. Gjithashtu duke parë dhe literaturën në Kapitullin 2 është e qartë se financimi i këtij borxhi në periudhën afatmesme kërkon dhe rritje të taksave duke ndikuar sërisht negativisht në vendimmarrjen e sipërmarrjes private.

Kushtet paraprake për një treg kapitali të zhvilluar

International Financial Cooperation (IFC, 2019) bën një përmbledhje të shteteve me ekonomi në zhvillim të cilat kanë krijuar ose tentuar për të krijuar tregje kapitali. Në tersi nga eksperiencia e shumë vendeve në botë vihet re se janë dy faza që vihen re në krijimin e tregjeve të kapitalit: faza e parë si dhe faza e konsolidimit. Në tersi në fazën e parë përfshihen faktorë të tillë si: ligje që përcaktojnë qartë skemën e ndërtimit të tregjeve të kapitalit dhe institucionet publike mbikqyrëse, politika shtetërore koherente dhe të vazhdueshme, cilësi e institucioneve mbikëqyrëse, konsolidimin dhe standardizimin e huamarrjes qeveritare përfshirja në indekse ndërkombëtare.

a. Infratrakturë ligjore dhe operacionale

Kjo përfshin një kornizë ligjore dhe institucionale që siguron qartësinë dhe zbatueshmërinë e të drejtave pronësore për instrumentet e tregut të kapitalit dhe kolateralin; transparencën e

trajtimin rregullator të aktivitetit tregtar; dhe një zgjidhje të arsyeshme efektive të mekanizmave të mosmarrëveshjeve.

b. Koherenca e Politikave Shtetërore

Pavarësisht se në dukje shumë shtete mundet të duken e janë stabili përse i përket orientimit politik është e rëndësishme që një shkallë e caktuar e vazhdimësisë në politika pro tregut të kapitalit të jenë të vazhdueshme. Kjo është e rëndësishme veçanërisht në fazat e hershme të zhvillimit të tregut, kur mund të jenë të nevojshme disa reforma institucionale dhe ligjore për të krijuar një treg funksional - reformat që shpesh bëhënvite për t'u përgatitur dhe përpjekje e qëndrueshme për t'u zbatuar.

c. Cilësia e organeve mbikqyrëse dhe burokracia shtetërore

IFC thekson se ky faktor është kritik për të zhvillimin e tregut në fazën e hershme. Meqenëse shumica e iniciativave dhe risitë në këtë fazë janë të orientuara nga lart-poshtë dhe drejtohen zakonisht nga rregullatori, cilësia e agjencisë rregullatore dhe administratës publike është thelbësore për efektivitetin planifikimin e aktorëve në treg.

d. Konsolidimi i praktikës së huamarrjes

Konsolidimi dhe standardizimi i lëshimit të borxhit qeveritar në një mënyrë të rregullt dhe do të ndihmonte krijoni një treg kapitalesh të rregullt dhe të parashikueshëm. Kjo do të inkurajonte hyrjen e investitorëve të rinj, përfshirë investitorët e huaj, dhe në këtë mënyrë të rrisin likuiditetin. Lëshimi i rregullt i borxhit dhe qartësia në instrumentat financiar të maturimeve lehtëson tregun për krijimin e yeldeve referuese për koston e instrumenteve të tjerë financiar privat.

e. Përfshirja në Indekse Ndërkombëtare

Sipas IFC (2019) përfshirja në indeksin ndërkombëtar sic është J.P Morgan Government Bond Global Idex ndihmon shtetet dhe tregjet e kapitalit lokal të lidhen me investitor potencial global. Por pavarisht kësaj ky hap ekspozon një shtet në marrjen e huasë në monedhë të huaj dhe ndaj ndryshimeve të kursit të këmbimit.

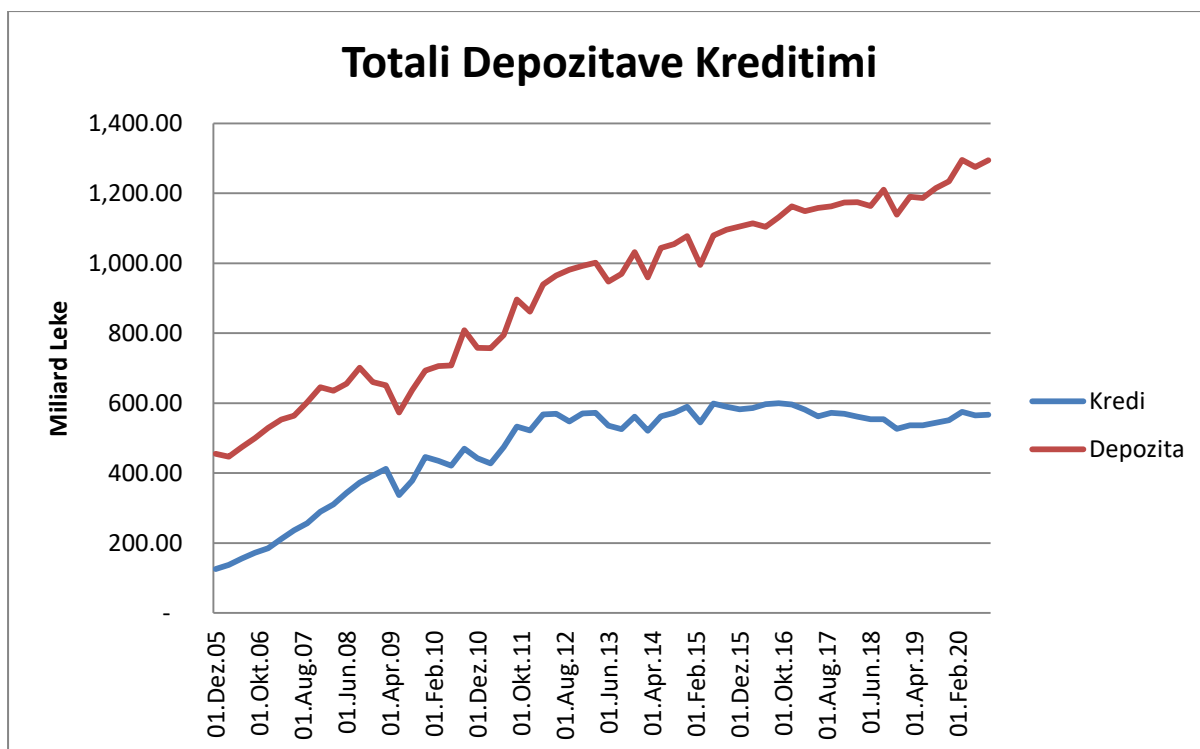
f. Aksesit në Depozitarët Ndërkombëtare të Sigurisë Qëndrore

Përfshirja në këta depozitarë ndërkombëtarë të sigurisë qindore sic janë Euroclear dhe Clearstream lejon huamarrësit lokal të kenë akses në investitorë potencial ndërkombëtarë. Kjo lehtëson investitorët e huaj të japin hua dhe të kenë akses në tregjet lokale pa shumë probleme në transferimin e pronësisë dhe të aseteve.

6.6.2 Të dhëna depozita në shqipëri

Sistemi bankar në vend ka likuiditet të mjaftueshëm që mund të orientohet drejt investimit në tregjet e kapitalit. Bankat po ofrojnë depozita në Euro me norma 0% të interesit, ndërkohë që edhe norma e interesit të depozitave në Lekë ka rënë, prandaj individët do të dëshironin të kishin realisht alternativa të tjera të investimit. Mbështetur në Raportet e Shoqatës së Bankave depozitat me afat të bankave kanë kapur shifrën e afro 10.4 miliardë euro nga 8 miliardë që ishin më parë. Nëse këtyre aseteve do t'i shtohen edhe depozitat pa fat, si dhe asetet e fondeve të investimeve dhe pensionit, si dhe po të shtohet edhe fakti që sipas studimeve rreth 60% e parave janë brenda sistemit financiar, ndërkohë që ka edhe një pjesë (rreth 40%) jashtë këtij sistemi, atëherë gjykohet se ka potencial likuiditeti nga ana e kërkesës.

Grafiku 19



Sistemi bankar në Shqipëri ka likuiditet të mjaftueshëm për të kredituar ekonominë megjithëse në vitet e fundit ka qënë shumë konservatore. Të dhënat e marra nga Shoqata e Bankave tregojnë se për vitin 2019 bankat kanë qënë mjaft prezentë në blerjen e letrave me vlerë të qeverisë duke financuar borxhin publik. Në fakt disa prej tyre janë ishin më shumë të ekspozuara në blerjen e borxhit publik sesa në kreditimin e ekonomisë reale. Banka Amerikane e Investimeve investoi 31.8 miliardë lekë në letra me vlerë dhe vetëm 24.7 miliardë lekë kreditim neto për ekonominë. Ndërkohë dhe BKT tregon se ka 150 miliardë lekë investime në letra me vlerë ndërkohë që kreditimi neto për ekonominë ishte vetëm 94 miliardë lekë. Ndërkohë vihet re se depozitat totale në sistemin bankar arrijnë në 1.200 miliardë lekë ose 10.4 miliardë euro.

Tabela 21

Banka	Kreditë neto	Investime në letra	Raport
-------	--------------	--------------------	--------

	(ALL000)	me vlerë të	Investime
		Qeverisë	Letra me
		(000 lekë)	Vlere/ Kredi
			Neto
Alpha Bank Albania Sh.a.			31%
	35,007,564	10,939,442	
Banka Amerikane e Investimeve			129%
Sh.a.	24,754,762	31,824,674	
BKT			170%
	94,037,744	159,511,548	
Credins Bank			65%
	102,717,457	67,056,366	
Fibank Albania			61%
	14,669,657	8,905,701	
Intesa Sanpaolo Bank Albania			137%
	44,864,090	61,557,505	
OTP BANK ALBANIA SHA			42%
	53,018,547	22,448,698	
PROCREDIT BANK			10%
	22,157,380	2,288,243	
Raiffeisen Bank Sh.a.			57%
	94,942,961	54,433,371	
Tirana Bank			99%
	31,179,091	30,865,226	
UNION BANK			78%

	28,563,011	22,191,512
United Bank of Albania		- 0%
	5,500,594	
GJITHSEJ	551,412,858	472,022,287

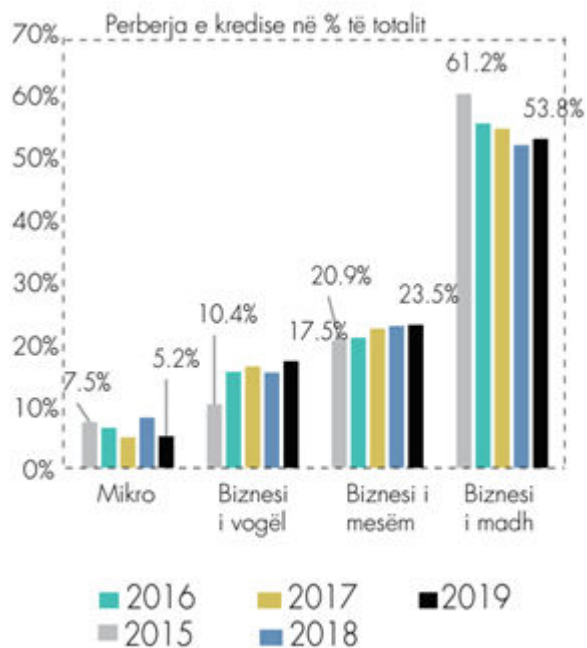
Duke iu referuar të dhënave të mësipërme mundet të themi se tregu i kapitalit në Shqipëri ka potencial të lartë për të luajtur në një periudhë afat-gjatë dhe një rol të rëndësishëm në ekonominë e vendit. Ndërmjet zhvillimit të tregut të kapitalit ne mundësojmë çiftëzimin e ofertës për fonde të siguruara nga kursimet individëve me kërkesën për fonde nga ana e huamarrësve të tjerë. Nëpërmjet këtij tregu mundet të arrihet një kreditim më i lartë i ekonomisë ku të gjithë aktorët në tregë si familjet dhe sipërmarrjet që kursejnë kanë mundësi më të mira për të devirsifikuar instrumentet e tyre të kursimit dhe shteti dhe bizneset e tjera kredimarrëse mundet të përfitojnë kredi me normë më të ulët në të ardhmen. Në këtë mënyrë ekonomia përfiton në alokimin më eficient të kapitalit në ekonomi drejt atyre proceseve prodhuese dhe ofruese të shërbimeve që janë konkurruese dhe transparente për publikun.

Tregu i kapitaleve shihet si plotësues i financimit që ofrohet nga sistemi bankar. Kjo bëhet edhe më e rëndësishme kur fondet e kërkuara nga sipërmarrësit vendas janë të larta dhe reputacioni i tyre në treg dhe potenciali i lartë i zhvillimit në të ardhmen i mundëson të marrin hua me një kosto më të ulët në tregjet e kapitalit dhe po ashtu fondet që mundet të përfitohen në këtë mënyrë janë më të mëdha sesa kur kërkohen drejtpërdrejt nga sistemi bankar. Në 20 vitet e fundit Shqipëria ka bërë hapa përpara porsa i përket zhvillimit të tregut

bankar, ku 15 banka konkurrojnë në treg por ka bërë shumë pak përsa i përket zhvillimit të tregut të kapitalit në vend.

Siç shihet dhe në grafikun e mësipërm kreditimi i ekonomisë ka mbetur thuajse në “stanjacion” që nga viti 2012 ku kreditimi i ekonomisë arriti në vlerën e 600 miliardë lekëve dhe ka mbetur thuajse në të njëjtat vlera qëatëherë. Kjo duhet krahasuar me fillimet e liberalizimit të tregut ku kreditimi u trefishua në vitet 2006-2011. Nga ana tjetër depozitat në vend kanë njohur rritje konstante. Aktualisht raporti kredi/depozita është në nivelin rreth 45%, (niveli i vendeve të Ballkanit Perëndimor është rreth 90%) që do të thotë se ka burime të konsiderueshme të pashfrytëzuara që mund të orientohen drejt tregut të kapitaleve.

Grafiku 20



Po ashtu të dhënat janë shqetësues përsa i përket financimit të SME-eve në vend. Të dhënat e Bankës së Shqipërisë tregojnë se biznesi i madh zë thuajse 54% të kreditimit total duke bërë

që biznesi i mikro dhe i vogël tëkenë vetëm 25% të kreditimit megjithëse ato përfaqësojnë më shumë se 90% të bizneseve të regjistrua në Shqipëri.

Një sistem financiar më i diversifikuar në këtë mënyrë do të zbuste edhe ekzpozimin e tij ndaj riskut sistemik duke qenë se risku financiar nuk përqendrohet më i tëri tek sistemi bankar. Me miratimin e dy ligjeve të rëndësishme në fushën e tregut të kapitaleve, konkretisht Ligjit nr.62/2020 “Për Tregjet e Kapitalit” dhe Ligjit nr. 56/2020 “Për Sipërmarrjet e Investimeve Kolektive”, hartuar në përputhje me direktivat e Bashkimit European, është krijuar edhe infrastruktura e nevojshme ligjore, e cila mbështet zhvillimin e këtij tregu të kapitaleve²⁶.

6.7 Analizë e tregut të Kapitaleve në Shqipëri

Për të krijuar një panoramë më të mirë të mundësisë së krijimit të tregut të kapitalit sipërmarrës në Shqipëri ne kemi kryer analizë të ligjeve si dhe të institucioneve aktuale mbikëqyrëse në Shqipëri. Gjithashtu ky punim përmbledh disa prej gjetjeve të marra gjatë intervistave me aktorë të tregut siç janë Drejtuesit e Alreg, AMF apo Bankë Qëndrore.

6.7.1 Alreg incentiva private

Ne i jemi drejtuar drejtorit të ALREG në Shqipëri zotit Artan Gjergji i cili shpjegon disa prej zhvillimeve të fundit në këtë treg. Sipas tij që prej vitit 2017 është krijuar Bursa Shqiptare e Titujve (ALSE) me kapital tërësisht privat. Kjo Bursë, e cila u bë operacionale në shkurt të vitit 2018 tregëton aktualisht vetëm Tituj të Qeverisë. Mos ekzistenca e një Burse Titujsh, bëri që disa kompani si psh Banka Credins të fillojë në vitin 2012 emetimin e obligacioneve me ofertë private. Në vitet e para të emetimit, synimi i Credins Bank ishte emetimi me ofertë publike, por ligji kërkonte që oferta publike të shoqërohej me listim paralel në Bursë,

²⁶<https://www.eupolicyhub.eu/revolucion-i-ne-kuadrin-ligjor-i-tregjeve-financiare-ne-shqiperi/>

ndërkohë që Bursa e Tiranës që ekzistonte në atë kohë nuk ishte gati për të listuar. Nisur nga këto vështirësi Autoriteti vendosi që ofertat që u drejtohen deri 99 personave nuk do të kërkojnë listim në Bursë, kurse ofertat që i drejtohen mbi 99 personave do të konsiderohen publike dhe kërkojnë detyrimisht listim në Bursë.

Kjo ishte arsyeja që Credins Bank që prej emetimit të parë të obligacioneve ka realizuar emetime me ofertë private. Gjithashtu mungonte edhe infrastruktura e pas-tregtimit, prandaj edhe sikur të kishte kompani të gatshme për tu listuar, ato nuk mund të listoheshin sepse mungonte infrastruktura, mungonte ALREG, i cili nuk ishte i licencuar dhe funksional. Nisur nga eskperienca, ku në vende të vogla është i mjaftueshëm edhe një Depozitar Qendror i vetëm Titujsh për efekt të ekonomisë së shkallës dhe analizës kosto-benefite, Bankës së Shqipërisë iu kërkuar nga Bursa Shqiptare e Titujve të shtonte në sistemin AFISAR gamën e produkteve që mund të klerohen dhe shlyhen, por me të drejtë Banka Qendrore nuk e mundësoi këtë kërkesë, pasi nisur edhe nga eksperienca botërore, asnjë bankë Qendrore nuk ka për detyrë të mbajë regjistrin e titujve të biznesit.

Në këto kushte u krijua ALREG, si depozitar qendror nga të njëjtët Aksionarë të Bursës, si domosdoshmëri për klerimin dhe shlyerjen e titujve të ndryshëm nga ato të qeverisë. Me krijimin e shoqërisë “Regjistri Shqiptar i Titujve “(ALREG)“ është krijuar infrastruktura e *pas-tregëtimit*, ku kjo shoqëri ka marrë kompetencat e një Depozitari Qendror Titujsh, ku përveç regjistrimit, kryen funksionin e klerimit dhe shlyerjes së titujve korporative që do të tregëtohen në Bursë. Kështu infrastruktura është e plotë, por nevojiten kompani për tu listuar. Bursa ndodhet në fazën që është duke testuar së bashku me ALREG edhe sistemet në mënyrë që të kalojnë *Live*, janë bërë disa simulime për të parë reagimin e sistemeve dhe pritshmëria është që deri në fund të vitit të kalohet *Live*.

Ndërkohë në treg është ekzistuese ende edhe një Bursë e dytë, Bursa e Tiranës, së cilës i është pezulluar licenca nga aksionari. Për një popullsi të vogël si Shqipëria do të ishte e mjaftueshme vetëm një Bursë. Këtë e ka treguar edhe eksperiencia e vendeve të rajonit, ku psh në Mal të Zi, i cili kishte dy Bursa para 7 vitesh, Bursa shtërore u bashkua me atë private. Të njëjtën eksperiencë përjetoi edhe Kroacia, ku para afro 15 vitesh janë bashkuar sërish dy Bursat dhe sot ekziston vetëm *Zagreb Stock Exchange*. Në këto kushte sot, pothuaj të gjitha vendet e rajonit kanë një Bursë. Mundësinë e bashkimit të Bursës së Tiranës me Bursën Shqiptare të Titujve, ku në këtë mënyrë edhe shteti të mund të bëhej aksionar i Bursës, Z. Gjergji e konsideroi si të pamundur, për faktin se sipas tij Bursa e Tiranës nuk ka më vlerë dhe për rrjedhojë bashkimi nuk do të sillte vlerë të shtuar. Madje, sipas tij, edhe nëse Bursa e Tiranës vazhdon të ekzistojë, Qeverisë do t'í shkaktohen kosto si rezultat i investimeve në softëare, në staf etj., ndërkohë që Ministria mund të mos ketë buxhetuar diçka për Bursën e Tiranës. Dy Bursa do të ishin të panevojshme. Gjithsesi nëse shteti do të ishte aksionar në Bursë, kjo do të justifikonte edhe më shumë incentivat e shtetit për zhvillimin e tregut të kapitaleve.

Ndërkohë lidhur me eficiencën e infrastrukturës së post-tregtimit, z. Gjergji në intervista të drejtpërdrejta u shpreh pro përthithjes së QRA-së, ku Ministria e Ekonomisë dhe Financave është aksionar me 85% të aksioneve, nga ALREG dhe sugjeroi të ndiqet rekomandimi i ekspertës së Bankës Botërore, Znj. Adriana Tanasiou, konsulente, e cila në kuadër të projektit: “Forma e Ardhshme e Depozitarit Qendror” me përfitues AMF, përpiloi një raport me rekomandimet përkatëse rreth kësaj çështjeje. Znj. Tanasiou rekomandoi një proces me 2 hapa:

Hapi 1: Përthithje e QRA nga ALREG (Merger). Ky do të ishte një hap pozitiv, pasi QRA ka vlerë duke patur një databazë kompanish, por nga ana tjetër QRA ka problematikën e saj nga pikëpamja e mungesës së softëare, kërkesave ligjore (pasi i duhet të përshtatet ndaj kërkesave

të ligjit të ri për tregun ekapitaleve, i cili hyri në fuqi më 1 shtator 2020. Prandaj QRA-së i duhet të përshtatet brenda 18 muajve ndaj kërkesave të ligjit, fakt që shoqërohet me kosto.

Hapi 2: Kalimi drejt një Depozitari Qendror Titujsh, ku edhe AFISAR, operuar nga BSH të bashkohej me Depozitarin Qendror. Megjithatë lind pyetja nëse Banka e Shqipërisë do të ishte gati të heqë dorë nga AFISAR. Kjo mund të ishte e mundur, por në një periudhë më afatgjatë (5-10 vite). Kur tregu të jetë më i konsoliduar BSH mund të krijojë së bashku me ALREG një shoqëri të përbashkët, ku të ponderohen vlerat e tyre në aksione.

Problematika kryesore e zhvillimit të tregut të kapitaleve konsiston në mungesën e larmishmërisë së instrumenteve financiare, si bazë për diversifikim portofoli dhe në mospërputhjen midis kërkesës dhe ofertës për tituj borxhi, ku konstatohet një bazë e ulët e investitorit, që do të investojë në këto tregje si dhe ndërgjegjësim i ulët i kompanive shqiptare (emetuesve), të cilat mund ta shfrytëzojnë tregun e kapitaleve si një mundësi financimi nëpërmjet listimit të tyre në Bursë dhe emetimit e tregëtimit të titujve të borxhit apo kapitalit në publik.

i. Mungesa e Underwriter

Nga pikëpamja infrastrukturore duket sikur gjithcka është gati, por në të vërtetë mungon mikroinfrastruktura, konkretisht prania e *Underërter* për realizimin e ofertës publike. Nuk mund të ketë emetim pa *Underërter*. Ka biznese private që janë të interesuara të emetojnë, por hezitojnë ta bëjnë këtë duke menduar se emetimi nuk i shitet. Në këto kushte biznesi do kishte shumë kosto të lidhura me marketingun e ofertës publike, pagimin e konsulentëve, kosto për rregullatorin, ndërkohë që nuk do t'i garantohej shitja. Këtë mund ta garantojë vetëm *Underërter* dhe as Bursa apo ndonjë ndërmjetës tjetër financiar. *Underërter* është i vetmi ndërmjetës që ka paratë dhe njëkohësisht gatishmërinë të marrë përsipër riskun e shitjes së instrumenteve financiare. Dy banka (ABI Bank dhe Credins Bank) kanë paraqitur

prej një kohe të gjatë kërkesën pranë Bankës së Shqipërisë për të marrë të drejtën për tu bërë *Underërter dhe janë aprovuar*. Tashmë këto dy banka duhet të vijojnë procesin në AMF dhe të marrin licencën nga Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare për kryerjen e këtij shërbimi. Ky shërbim hyn tek shërbimet kryesore të investimit (nuk konsiderohet shërbim ndihmës) dhe pritet që rregullorja e licencimit që përmban edhe me kriteret për të mundësuar këtë licencim të Underërter të jetë shumë shpejt gati. Për këtë rregullore shprehu interes në takim edhe znj. Gentiana Gjonça (ABI Bank).

ii. Mungesa e Anës së Ofertës (Emetuesit me Ofertë Publike)

Fokusi i kësaj çështjeje lidhet me mundësinë për listimin e kompanive në Bursë dhe hapat e mundshëm që mund të ndiqen. Sipas Z. Gjergji ka shumë vështirësi për të bindur bizneset për t'í nxitur ata që ta shohin emetimin dhe listimin në Bursë si një alternativë tjetër financimi të nevojave të tyre. Problemi kryesor që shfaq biznesi është kohëzgjatja e procesit të emetimit dhe kostot e lidhura me të. Në këtë mënyrë, në vend të pritjes për një kohë mbi 6 muaj të emetimit dhe me qëllim shmangien e kostove të procesit të ofertës publike, bizneset preferojnë t'í drejtohen për kredi bankave, ku për një kohë shumë të shkurtër mund të marrin kredi. Ndërkohë ka edhe arsye të tjera të mungesës së emetuesve në Bursë, që qëndron në faktin që disa emetues janë më mosbesues dhe nuk duan të punojnë në tregun vendas, disa të tjerë duan të shohin shembuj të tjerë më parë, nuk duan të jenë të parët në emetim, kanë hezitimet e tyre. Nisur nga vështirësitë që ka biznesi privat për listim, emetim dhe tregtim, një strategji është që emetimin e parë ta bëjë shteti, duke ndërmarrë dy apo tre emetime të obligacioneve nga ndërmarrjet shtetërore. Në rast se shteti jep shembullin e parë, do të jetë e mundur që më pak kohësh të vijojnë edhe biznese private. Arsyeja pse Bursa fokusin e vendos tek obligacionet dhe jo tek aksionet, është sepse kërkohet shumë kohë të bindet biznesi për këtë. Zakonisht ata që i kanë krijuar kompanitë që në vitet 90`janë shumë të

lidhura me këto kompani dhe nuk duan të heqin dorë nga aksionet, rreth 99% e bizneseve të takuara nuk e marrin në konsideratë emetimin e aksioneve, prandaj Bursa si fillim për zhvillimin e tregut shikon listimin e kompanive nëpërmjet emetimit të obligacioneve.

Ka dy mënyra të krijimit të kërkesës: Top-Doën ku shteti bëhet aktor kryesor në listim në bursë dhe bottom-up ku kompanitë private rrisin këksesën për emetim. Por rasti top-doën ka qënë e praktikuar kryesisht në vitet 1990-të në Europën lindore dhe listim i detyrueshëm nuk jep sinjalin e duhur ndoshta sot kur sistemi bankar është mjaft I zhvilluar.

Aktuliasht kriteret për listim të këtyre institucioneve janë:

1. Kapital 1,000,000 Euro dhe është niveli më i ulët I kapitalit në rajon
2. Të ketë dalë me fitim dy vitet e fundit
3. Bilancet të jenë sipas sndartave IFRS dhe të audituara nga Bid Four
4. Minimalisht për aksionet duhet që free float të jetë 15%, pra sasia e aksioneve të hedhura në qarkullim

Për sa më sipër Z. Kadia sugjeroi mundësinë e listimit të disa institucioneve financiare, meqë plotësojnë edhe kriteret për listim, por pa i detyruar ato të tregëtojnë. Pra propozimi i Z. Kadia është që në periudhë më afatshkurtër të mendohet për listimin e këtyre Institucioneve financiare, pa i detyruar dhe pa qenë e nevojshme të bëjnë tregëtim dhe në një periudhë më afatgjatë të shikohet mundësia e emetimit të obligacioneve të ndërmarrjeve shtetërore. Sipas Z. Kadia nëse do të ketë listim të këtyrë institucioneve zhvillimi do vijë natyrshëm, pasi ato më vonë pas 1 apo 2 vitesh mund të kërkojnë edhe të emetojnë dhe tregëtojnë. Z. Gjergi u shpreh se kjo është e mundur, pasi këto institucione mund të deyrohen edhe nga Banka e Shqipërisë apo AMF, gjithashtu janë të konsoliduara dhe të mirë-rregulluara nga pikëpamja financiare si dhe janë të audituara. Përveç kësaj 6 institucione financiare (3 banka dhe 3

institucione mikrokredie) janë tashmë aktive në tregun e obligacioneve me ofertë private, pra ata janë emetues potencial. Credins është emetues potencial dhe pritet të emetojë në tremujorin e parë të vitit 2021 obligacione me ofertë publike. Përsa i përket emetimit të aksioneve, kjo është vendimmarrje e drejtuesve të Credins. Në këtë aspekt Znj. Demko kërkoi të informohej edhe mbi gatishmërinë e institucioneve të mikrokredisë për emetim obligacionesh me ofertë publike, meqë janë tashmë aktive në treg. Z. Gjergji u shpreh se këto institucione tashmë janë gati, sepse edhe infrastruktura është gati, më parë nuk i ofrohej dot kjo mundësi sepse mungonte ALREG. Megjithatë këto institucione kanë shprehur gatishmëri, me përjashtim vetëm të 1 prej institucioneve të mikrokredisë, që nuk dëshiron të kalojë me ofertë publike dhe do të vijojë të ofrojë vetëm obligacione me ofertë private. Z. Gjergji sqaroi se deri në shkurt të vitit 2020 një nga institucionet e mikrofinancës (NOA) po bëhej gati të emetonte obligacione me ofertë publike, por Mikrofinanca ka patur një karakteristikë të veçantë, pasi për shkak të pandemisë ata ndaluan kredidhënien dhe kjo u krijoi një rezervë likuiditeti që amortizoi nevojën për likuiditet. Ndërkohë që institucioni i mikrofinancës nuk jepte kredi të re, individët vijonin rregullisht me kthimin mbrapsh të kredisë, kështu u krijua një rezervë likuiditeti. Deri tani gjithsesi ka dy konfirmime nga dy Institucione Mikrokredie, ka edhe korporata që mund të emetojnë, por ndjejnë ende pasiguri dhe janë në pritje se se si do vazhdojë pandemia.

ii. Mungesa e Anës së Kërkesës (Demand Side)

Megjithëse ka likuiditet është shumë e vështirë që emetimet t'i shiten investitorëve, prandaj duhen incentiva edhe ndaj investitorëve. operatorët e tregut investojnë jashtë dhe jo në Shqipëri, shumë shtete në fazën embrionale kanë nxitur kërkesën duke lejuar që fondet e

investimit një përqindje të aseteve ta investojnë në vend, pra edhe në Shqipëri mund të vendosej një nivel rreth 40-50% e investimit të jetë në tituj shqiptare.

iii. Orientimi i Listimit në Monedhën Lekë dhe pengesat e sistemit AIPS

Blodin Çuçi e konsideroi si pengesë faktin që infrastruktura e Bursës lejon vetëm listime dhe emetime në monedhën lekë, pasi kjo përbën mungesë për nxitjen e kompanive për listim. Të gjitha këto kompani apo banka janë të gjitha të incentivuara të emetojnë në Euro se ka vlerë nominale më të lartë. Tregëtimi në EURO pengohet aktualisht nga sistemi i shlyerjes së pagesave pranë Bankës së Shqipërisë (AIPS), i cili është vetëm në Lekë. Sistemi AIPS lejon edhe shlyerjen në EURO, por për pagesa të vogla *client to client*. Duke qenë se projekti i Bankës së Shqipërisë për përfshirjen në sistemin AIPS edhe të pagesave të mëdha kërkon kohë, Z. Gjergji u shpreh se Bursa për t'i dhënë zgjidhje kësaj po punon me një nga bankat në mënyrë që rolin e Clearing House për Bursën ta bëjë një bankë, e cila duhet të jetë edhe e licencuar si Agjent shlyerës (Settlement Agent). Deri tani Z. Gjergji mbrojtjen e lekut nga Qeveria dhe BSH si dhe mungesën e infrastrukturës së shlyerjes së Euros e ka përdorur si argument për listimin vetëm në Lekë. Megjithatë Z. Gjergji nuk e shikon problematikë listimin dhe tregëtimin në Lekë dhe Jo EURO, sepse të ardhurat bizneset i kanë në lekë dhe u intereson të kreditohen në lekë, pra me kosto më të ulët, argument ky që u kundërshtua nga Z. Blodin Cuci, i cili argumentoi se biznesit i peshon diferenca ndërmjet normës së interesit në lekë dhe në euro. Përveç kësaj statistikave tregojnë që oferta private e obligacioneve në EURO është më e lartë përkundërt Ofertës në Lekë. Pro argumentit për emetim në EURO ishte edhe Z. Elton Korbi, i cili shtoi se emetimet me ofertë private në EURO bëhen edhe sepse detyrimet e kompanive kanë qenë në Euro, prandaj kjo përbën pengesë për bursën nëse nuk ka listime në Euro.

iv. Mungesa e Incentivave

Incentivat ligjore kanë qenë të formave të ndryshme, listim me detyrim ose pa detyrim. Rumania ka vepruar me detyrim para 15 vitesh, Maqedonia dy herë ka përdorur listimin me detyrim në vitin 2003 dhe 2013. Lidhur me faktin si mund të detyrojnë një korporatë të listohet me detyrim, këto vende kanë patur edhe probleme ligjore, disa kompani nuk pranuan, disa nisën procese gjyqësore etj. Argumenti ligjor i përdorur nga këto shtete për detyrimin, ishte impakti publik që kanë korporatat, produktet e tyre konsumohen nga gjithë popullsia, prandaj kompania duhet të ketë përgjegjësi përballë publikut, nuk mund të jetë e fshehur dhe duhet të ketë transparencë. Këto shtete kanë fituar në gjykata me pretendimin e impaktit publik që jep listimi. Gjithsesi edhe detyrimi për listim ka kritere, jo çdo kompani mund të listohet. Duhet vlerësuar fakti nëse në Shqipëri është ky momenti për të aplikuar detyrimin.

Kompanive me mbi 100 aksionerë apo mbi 50 aksionerë, tu vihet një afat 5-vjecar për tu listuar në bursë për të krijuar një *Start* për tregun. Pas 5 vitesh kompanitë nuk do e kenë më detyrimin, por deri atëherë tregu do ketë arritur në tjetër stad zhvillimi. Ky detyrim do të ishte me përfitim edhe për Qeverinë, sepse rritet transparenca financiare në lidhje me pasqyrat financiare të kompanive dhe krijohet kështu kultura e *Corporate Governance*, e cila aktualisht nuk është në nivelet e duhura. Kompanitë bëhen më transparente jo vetëm për efekt të pasqyrave financiare, por edhe çdo lloj vendimi do të publikohet menjëherë që mos t'i lihet vend manipulimit të tregut apo tregëtimit me informacion të privilegjuar (*Insider Trading*). Gjithsesi kjo kërkon një vullnet të plotë politik dhe një vlerësim nga ana e Qeverisë për benefitet që do të sillte kjo lloj alternative.

nëse listimi do jetë i detyrueshëm mund të përdoret si incentivë aplikimi i *Corporate Income Tax* prej 5% për tre vitet e ardhshme, me detyrimin që kompanitë të rrinë të listuara edhe për

tre vitet e tjera, pra gjithsej 6 vjet, në rast se delistohen përpara këtij afati duhet t'i kthejnë shtetit të gjitha benefitet e përfituara.

Format e incentivave mund të jenë të ndryshme, një formë mund të jetë edhe aplikimi i një takes progresive psh nëse kompania emeton deri 15% të aksioneve i reduktohet tatami mbi fitimin nga 15% në 5%, nëse emeton mbi 25% të aksioneve tatim mbi fitimin mund të jetë nën 5. Përsa i përket ndikimit në Buxhet, parë në këndvështrimin e anës së biznesit do të këtë impakt, por nga këndvështrimi i kërkesës impakti në buxhet do të jetë i ulët.

Përveç diskutimit të formave të listimit, çështja e incentivës fiskale u diskutua më së shumti. Megjithatë i përket Ministrisë së Ekonomisë dhe Financave të bëjë vlerësimin nëse ka ende hapësira fiskale.

v. Zhvillimi i Tregut Sekondar të Titujve të Qeverisë

Aktualisht tregu i kapitaleve në vend përbëhet nga segmenti i letrave me vlerë të Qeverisë Shqiptare dhe Tregu i Obligacioneve të emetuara me ofertë private.

Tregu më i madh mbetet ende tregu i letrave me vlerë të qeverisë. Madhësia e këtij tregu për vitin 2019 është rreth 36% e PBB-së. Titujt shtetërorë emetohen në monedhë kombëtare dhe të huaj në formën e bonove të thesarit me maturim 3, 6 dhe 12 mujor si dhe obligacione me maturitet 2, 3, 5, 7 dhe 10 vjeçare. Megjithatë tregu me pakicë i letrave me vlerë të Qeverisë i organizuar në formën e Tregut Mbi Banak (OTC) përfshin vetëm tregtimet ndërmjet shoqërive komisionere të licencuara për të kryer transaksione në tregun me pakicë të letrave me vlerë (kryesisht Banka) dhe investitorëve individualë apo investitorëve - persona juridikë dhe dominohet nga blerjet e bankave në tregun primar të titujve të Qeverisë me 37.92% të volumit të gjitha transaksioneve, në emër dhe për llogari të investitorit. Pjesëmarrja në tregun sekondar të letrave me vlerë të Qeverisë, për këtë periudhë dominohet nga investitorët individualë, të cilët kryejnë 98.12% të të gjitha transaksioneve në këtë treg.

vi. Tregu i Obligacioneve të Shoqërive Aksionare (Obligacionet e Emetuara me Ofertë Private)

Aktualisht numri i kompanive që financohen me tituj borxhi është i ulët me rreth 5 emetues, kryesisht banka, ku të gjithë emetimet kanë qenë me ofertë private.

Duke filluar nga nëntori 2011, tregu i obligacioneve të korporatave nëpërmjet ofertave private ka qenë aktiv. Obligacionet e emetuara nga shoqëritë aksionare me ofertë private u ofrohen investitorëve institucionalë, aksionerëve të vetë emetuesve apo deri 100 individëve. Këto obligacione karakterizohen nga norma interesi fikse, maturime afatgjata dhe kupona gjysmë-vjetore. Disa nga obligacionet e emetuara kanë patur tiparin e konvertueshmërisë në aksione të zakonshme. Baza investitore blerëse e obligacioneve të korporatave përbëhet nga investitorë institucionalë dhe individë. Shuma e pashlyer e obligacioneve të emëtuara nëpërmjet ofertave private në fund të vitit 2019 është afërsisht 7.45miliardë lekë, nga të cilat 38 % janë në euro dhe 8.8 % në USD. Gjithsesi një shumë kjo ende e papërfillshme në raport me PBB, vetëm me 0.3% të PBB. Për shkak të natyrës që janë të transferueshme por jo të tregëtueshme nuk krijojnë likuiditet të lartë, konsiderohen instrumente jo-likuidë, pra që nuk nxisin zhvillimin e tregut sekondar.

vii. Emetuesit (Oferta)

Sikurse u theksua më sipër tregu i kapitaleve në vend karakterizohet nga një mospërputhje midis kërkesës dhe ofertës për tituj borxhi. Aktualisht Qeveria luan një rol të rëndësishëm në zhvillimin e tregut të kapitaleve si emetuesi më i madh i Bonove dhe Obligacioneve shtetërore. Ndërkohë Tregu i Kapitaleve karakterizohet nga një mungesë aktuale e emetuesve potencialë të aksioneve apo obligacioneve jo-qeveritare dhe gatishmëria e kompanive shqiptare për të emetuar tituj borxhi në treg është ende e ulët. Një nga sfidat më të mëdha

është ndërgjegjësimi i ulët të emetuesve për këto alternative të tjera të financimit. Edhe mungesa e kërkesës për larmishmëri të instrumenteve financiare mund të pengojë emetimin.

viii. Fondet e Investimit

Sektori i fondeve të investimit ka përjetuar një dinamikë të lartë zgjerimi që prej fillimit të veprimtarisë së këtyre fondeve në vitin 2012. Totali i aseteve të fondeve të investimit përbën rreth 5% të PBB-së, duke e renditur këtë sektor në tregun e dytë më të madh pas tregut bankar. Ky sektor zë gjithashtu peshën kryesore në tregjet e mbikëqyrura nga Autoriteti. Përfaqëson tashmë një pjesë të rëndësishme të sektorit financiar në Shqipëri. Aktualisht në treg operojnë 5 fonde investimi: Fondi i investimeve “*Raiffeisen Prestig*”, fondi i investimeve “*Raiffeisen Invest Euro*”, fondi i investimeve “*Raiffeisen Vizion*” të cilat administrohen nga shoqëria “*Raiffeisen Invest*”, fondi i investimeve “*Credins Premium*” nën administrimin e shoqërisë administruese “*Credins Invest*” dhe fondi “*WVP Top Invest*” e cila administrohet nga shoqëria “*WVP Fund Management Tirana sha*”

Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare me Vendim nr. 210, datë 22.11.2019 licencoi “*Albsig Invest*”sh.a - shoqëri administruese e fondeve të pensionit dhe sipërmarrjeve të investimeve kolektive dhe me Vendim nr 255, datë 30.12.2019 licencoi fondin e investimit “*Albsig Standard*”, i administruar nga shoqëria Administruese e Fondeve të Pensionit dhe Sipërmarrjeve të Investimeve Kolektive “*Albsig Invest*”sh.a. Sipas analizës së të dhënave për tregun e fondeve të investimeve në 31.12.2019, vlera neto e aseteve të Fondeve, arriti në rreth 66.79 miliardë lekë me një rritje prej 1.06%, krahasuar me një vit më parë.66.82% e aseteve të fondeve investohen në Obligacione Qeveritare, me një rritje prej 5.47% krahasuar me një vit më parë, ndërsanumri i anëtarëve që kanë investuar në Fondet e Investimit më 31.12.2019 është 29,243, që tregon njëkohësisht potencialin për një rritje të mëtejshme të këtij numri. Diversifikimi dhe mundësitë për investime në tituj të tjerë nga ana e fondeve të investimit do ta nxisnin zhvillimin e tregut të kapitaleve. E rëndësishme për zhvillimin e këtij sektori është edhe listimi i produkteve të tjera si psh fonde me fund të

mbyllur, kuotat e të cilave mund të tregëtohen në Bursë apo edhe produktet ETF. Megjithatë duket se interesimi në vend për krijimin e shoqërive të menaxhimit të investimeve me fund të mbyllur është i ulët. Ndërsa përsai përket krijimit të produkteve ETF do të ishte i nevojshëm hartimi i një dokumenti politik (*Policy Paper*) për të analizuar futjen e këtij instrumenti në treg. Fondet e Investimeve Alternative do ta nxisin gjithashtu zhvillimin e produkteve të reja. Kështu krijimi i fondeve të pasurive të paluajtshme të njohura si Real Estate Trusts (REIT) sigurojnë kapital për zhvillimin e infrastrukturës dhe Pasurive të Paluajtshme dhe u mundësojnë edhe investitorëve të vegjël të përfitojnë nga rritja e këtyre sektorëve.

ix. Fondet e Pensionit

Tregu i fondeve të pensionit vullnetar mbetet ende i pazhvilluar dhe me një peshë të ulët ndaj PBB-së me vetëm 0.1%. Megjithë dinamikën në rritje, të shprehur kjo në terma të rritjes së numrit të anëtarëve dhe vlerës së asetëve neto në këto fonde pjesëmarrja në këto fonde është ende e ulët. Gjatë nëntëmuorit të vitit 2019, në tregun e pensioneve private vullnetare ushtruan aktivitetin e tyre tre fonde pensioni me një total asetesh neto prej 2,747.46 milionë lekë dhe me një rritje prej 20.02% krahasuar me një vit më parë. Numri i anëtarëve në fondet e pensioneve, më 30.09.2019 është 27,247 anëtarë duke shënuar rritje prej 7.70% krahasuar me 31.12.2018. Deri tani këto fonde kanë investuar në masën 100% në Obligacione Qeveritare. Pjesëmarrja e ulët në këto fonde si rezultat i ndërgjegjësimit të ulët të qytetarëve, të ardhurave të ulëta, prirjes së popullsisë për të menduar për një periudhë afat-shkurtër apo nevoja për lehtësira të mëtejshme fiskale janë çështje që duhen adresuar për të rritur pjesëmarrjen e mëtejshme në këto fonde.

x. Shoqëritë e Sigurimit

Tregu shqiptar i sigurimeve vijon me një ritëm relativisht të qëndrueshëm zgjerimi, dhe numri i shoqërive operuese në tregun e sigurimeve ka mbetur po njësoj edhe gjatë këtij viti, në 11 kompani. Të ardhurat nga primet e shkruara bruto të sigurimit për vitin 2019 kapën vlerën mbi

17,618 milionë lekë, ose 3.20% më shumë se në periudhën 2019 . Ky treg vazhdon të jetë i orientuar tek sigurimet e Jo-Jetës, të cilat sollën 92.73 % të vëllimit të përgjithshëm të primeve, duke i lënë përkatësisht sigurimet e Jetës me 6.90% dhe veprimtarinë e risigurimit me 0.37%. Shoqëritë e Sigurimit përbëjnë një investitor tjetër të rëndësishëm institucional, që me asetet e krijuara mund të investonin në instrumente të ndryshëm financiare të tregut të kapitaleve në vend. Zhvillimi i tij do të sillte edhe krijimin e produkteve të reja, dhe emetimi i obligacioneve të qeverive vendore do të ishte një opsion i përshtatshëm ku mund të investonin sidomos kompanitë e sigurimit të jetës për të menaxhuar riskun e mospërputhjes të aseteve dhe detyrimeve.

6.7 Përfundim

Edhe SME-tëqë përbëjnë edhe motorin e rritjes ekonomike të vendit dhe përfaqësojnë përqindjen më të lartë të kompanive në Shqipëri me kontributin më të madh të PBB-së, mund t'i druhen kërkesës për transparencë gjatë listimit të tyre në Bursë. Asistenca teknike lidhur me çështje ligjore, krijimi i lehtësive për listimin e SME-ve apo lehtësirat fiskale për nxitjen e listimeve të reja mund të ishin disa forma të nxitjes së tregut të aksioneve dhe obligacioneve në vend. Disa vende kanë konsideruar krijimin në Bursë të një segmenti të posaçëm vetëm për SME-të me kushte më të lehta për listim. Zakonisht këto tregje të SME-ve operojnë nëpërmjet platformës MTF. Kështu Bursa e Zagrebit në vitin 2018 lancoi një platformë për rritjen e tregut të SME-ve dhe që u miratua më pas nga Autoriteti i Mbikëqyrjes Financiare të Kroacisë, HANFA. Ky segment i posaçëm i Bursës, i krijuar për financimin e SME-ve të Kroacisë dhe Slovenisë dhe me support nga BERZH njihet si *Progress Market*, i cili është një MTF (Multilateral Trading Facility) për realizimin e planeve të investimit të Ndërmarrjeve të vogla dhe të Mesme. Tregjet e kapitalit për Ndërmarrjet e Vogla dhe të Mesme mbështeten fuqimisht edhe nga legjislacioni i Bashkimit Evropian si një model i dëshirueshëm për financimin e SME-ve. Kërkesat ligjore më pak shtrënguese i japin kështu hov zhvillimit dhe

rritjes së SME-ve. Për SME-të duhet të krijohen kushtet e nevojshme për inkurajimin e tyre për pjesëmarrje në tregjet e kapitalit. Në Segmentin e dedikuar për SME-të rol duhet të luajnë edhe këshilltarët e autorizuar që mbështesin këta emëtues në procesin e para-listimit si dhe në plotësimin e detyrimeve që kanë këto SME pasi kanë hyrë në këtë segment tregu. Një akses më i lehtëi SME-vë në tregun e kapitaleve krijon një mjedis pozitiv për sipërmarrësit dhe nxit rritjen ekonomike e punësimin. Në Kroaci në momentin që u lancua platforma MTF për SME-të, në treg hyri edhe emtuesi i parë dhe shumë kompani të tjera treguan interes.

Mbështetur në Direktivën e BE-së edhe Projekt-Ligji i ri “Për Tregun e Kapitalit” parashikon krijimin e platformave MTF, të cilat kanë më pak kërkesa se një treg i rregulluar, kështu që Bursa Shqiptare mbështetur edhe në eksperiencën e Kroacisë duhet të marrë në konsideratë krijimin e një tregu të veçantë për SME-të nëpërmjet platformës MTF, e cila si rregull shoqërohet me më pak kosto listimi për këto shoqëri. Kjo do të kërkonte edhe që SME-të të nominonin një këshilltar për procesin e emetimit. Për rritjen e edukimit financiar të Emetuesve dhe ndërmjetësve financiarë që veprojnë në tregun e kapitaleve Bursa e Zagrebit ka krijuar edhe një akademi trajnimi, si një institucion që me programet e veta të trajnimeve ofron njohuri financiare për një numër të madh pjesëmarrësish të tregut të kapitaleve, brokera, investitorë, kompani etj.

Megjithatë në fazat e hershme të zhvillimit të tyre SME-të, më shumë se listimin në Bursë, mund të përdorin mjete të tjera financimi të njohura si *Venture Capital* apo *Private Equity*, që aktualisht janë forma që nuk ekzistojnë në Shqipëri. Fondet *Private Equity* janë fonde investimi që investojnë në aksionet e kompanive private dhe është i lejuar edhe në projekt-ligjin shqiptar “Për Sipërmarrjet e Investimeve Kolektive”. Fondet e investimit *Private Equity* që investojnë tek SME-të mund të ndërmarrin listimin e tyre si një strategji për të mundësuar daljen prej këtij investimi duke nxitur kështu zhvillimin e tregut të kapitaleve. Edhe listimi

potencial i aksioneve të kompanive ekzistuese në vend të zotëruara nga shteti do të ishte një zhvillim pozitiv në drejtim të zhvillimit të tregut të kapitaleve.

Kapitulli 7 Konkluzione dhe rekomandime

Ky punim vlerëson faktorët që ndikojnë në investimet e tregjeve të kapitalit sipërmarrës në vende të ndryshme. Përmes analizës zbulohet se në ndryshim nga studimet e mëparshme rritja ekonomike edhe pse një faktor pozitiv nuk është një përcaktues i rëndësishëm. Studimet e mëparshme tregojnë se kapitali sipërmarrës është një faktor i rëndësishëm që ndikon në rritjen ekonomike në një vend e megjithatë kjo lidhje nuk është aq e qartë dhe kjo mund të sjellë shfaqjen e një problemi sa i përket një marrëdhënieje të ngushtë midis këtyre dy variablave. Prandaj ky dokument sqaron se edhe pse tregjet e kapitalit ndikohen drejtpërdrejt nga rritja e ulët ekonomike, marrëdhënia me tregjet e kapitalit nuk është aq e qartë.

Sidoqoftë, punimi zbulon se faktorë të tjerë si kërkimi dhe zhvillimi, nivelet e taksave dhe zhvillimi i institucioneve financiare mbeten faktorë të rëndësishëm në tërheqjen e më shumë investimeve të kapitalit sipërmarrës. Prandaj, rekomandohet që Evropa duhet të harmonizojë sistemin e saj të nivelit të taksave dhe të sigurojë stimuj për fillestarët e rinj si edhe për institucionet e kapitalit të sipërmarrjeve për të investuar në Evropë. Ndërkohë që financimi i nga ana e qeverisë është bërë një faktor i rëndësishëm në përcaktimin e nivelit të financimit të kapitalit sipërmarrës në Evropë, ai ende paraqet problemin e efektit “*crowding-out*” ku fondet e qeverisë largojnë investimet private. Ky i fundit në SHBA në kontrast me Evropën mbetet një burim i rëndësishëm i financimit të ndërmarrjeve të reja. Përkundër kësaj, kjo nuk do të thotë që Komisioni Evropian nuk duhet të vazhdojë financimin e vendeve të BE përmes projekteve të tij të kërkimit dhe zhvillimit. Ndërsa puna e këtij punimi tregon se një vend që ka një shkallë të lartë investimesh në kërkim dhe zhvillim ka gjithashtu më shumë gjasa të tërheqë fillestarë të rinj si dhe financime të kapitalit sipërmarrjes.

Ky punim tregon se kompanitë fillestare të BE-së kanë qenë në gjendje të grumbullojnë më shpejt sesa homologët e tyre në SHBA financim të serisë C. Ndërkohë shuma e fondeve që

fillestarët e BE kanë qenë në gjendje të mbledhin është e ngjashme me fillestarët e SHBA. Kjo tregon se tregjet evropiane po e arrijnë SHBA-në dhe kanë një mjedis të ngjashëm institucional me të. Sidoqoftë, duhet të bëhet më shumë për t'i bërë tregjet e BE më harmonike dhe me masa rregullatore më të ulta midis vendeve. Kjo do ta bënte BE-në më konkurruese ndaj SHBA-së dhe do të lejojë fillestarët të hyjnë në tregje më të mëdha brenda BE-së dhe pastaj të shtrihenedhe në shkallë globale.

Pas vëzhgimit të literaturës dhe rezultateve të analizës empirike, mund të thuhet me siguri se ekziston një marrëdhënie shumë e rëndësishme statistikore jo lineare midis borxhit publik dhe rritjes ekonomike dhe se korrupsioni është i ndërlidhur fort me rritjen ekonomike të një vendi.

Për më tepër, analiza e punimit tregoi se nga njëra anë borxhi publik mund të jetë i dëmshëm për rritjen ekonomike duke pasur parasysh kostot e tij. Nga ana tjetër, nëse borxhi është përdorur për të rritur produktivitetin e një vendi, për të paguar borxhin e mëparshëm me të ardhurat, borxhi mund të ndikojë në mënyrë të efektshme në ekonomi.

Kohët e fundit në vendet në zhvillim, politikëbërësit çdo herë kanë rritur taksat për të ulur borxhin duke dështuar keqazi pasi kanë rritur në këtë mënyrë deficitin edhe më shumë. Kjo mund të konkludohet duke marrë parasysh rritjen ekonomike, të ardhurat fiskale dhe borxhin publik. Prandaj, këto vende në zhvillim nuk kanë nevojë për politikat dështake kursimi, përkundrazi ato kanë nevojë për ato politika që mund të përmirësojnë mënyrën e menaxhimit të borxhit dhe të zvogëlojnë keqpërdorimin e financave publike.

Shqipëria është një vend që do të ketë nevojë për një ulje të raportit borxh / PBB. Kjo mund të bëhet përmes një *stimulimi të ekonomisë* sesa një ulje të borxhit publik.

Analiza empirike tregoi se rritja e borxhit publik real mund të ndikojë negativisht në PBB, megjithatë, ky punim nuk vëzhgoi një nivel specifik mbi të cilin efektet u përkeqësuan. Në

vend të kësaj, u vu re se sa herë që borxhi publik rritej, nganjëherë kostoja e borxhit do të ulej sepse qeveritë do të zëvendësonin borxhin e huazuar nga bankat e nivelit të dytë me borxhin e marrë nga FMN.

Investimi në sektorë të tillë si bujqësia, do ta vendoste vendin në pozita më konkurruese për produkte ndërkohë kur vendet fqinje tashmë kanë humbur disa nga përparësitë e tyre konkurruese për shkak të krizës aktuale ekonomike. Prandaj, nëse qeveria do të merrte hua me qëllim për të investuar në teknologjinë në bujqësi ose trajnim për të rritur produktivitetin e kapitalit njerëzor, ky borxh do të rriste patjetër produktivitetin e përgjithshëm të një vendi, do të rriste pagat dhe më vonë do të ndikonte pozitivisht në konsum dhe rritje ekonomike.

Një menaxhim i mirë i këtyre fondeve do të ndikonte pozitivisht në ekonominë shqiptare dhe mirëqenien e qytetarëve.

Për sa i përket korrupsionit, ose “kancerit” të ekonomisë së vendit (ipas Mazzaresë dhe Mungivera (2013)), siç kanë dëshirë ta quajnë atë, ai ka një efekt vetëshpenzues. Ndikon negativisht në investime duke rritur kostot e tyre dhe duke ulur cilësinë e tyre. Për më tepër, rrit ekonominë informale, dekurajon investimet, shtrembëron shpërndarjen e të ardhurave, ndalon shpenzimet në arsim, promovon nepotizmin, inkurajon evazionin fiskal, shpërfill pabarazinë, mbështet rritjen e borxhit publik dhe më e rëndësishmja parandalon zhvillimin ekonomik të çdo vendi.

Nëse shihet Ballkanin dhe më konkretisht Shqipëria, gjatë gjithë tranzicionit ekonomik vërehet se ka pasur një ulje të përgjithshme të nivelit të korrupsionit dhe një përmirësim të efektivitetit të qeverisë. Megjithatë, këta tregues janë shumë poshtë mesatares së vendeve të BE-së dhe u duhet të bëjnë një rrugë të gjatë para se t'i arrijnë ato. Këto janë dy nga pengesat më të rëndësishme për rritjen ekonomike të një vendi.

Analiza tregoi një rezultat tjetër të rëndësishëm: Korrelacioni negativ që ekziston midis korrupsionit dhe rritjes ekonomike. Nëse shohim nga afër performancën ekonomike të një

vendi, borxhin publik, indeksin e korrupsionit dhe indeksin e treguesve të qeverisjes mund të konkludohet se të gjithë politikanët e këtyre vendeve në zhvillim janë shtyrë drejt investimeve të financuara nga borxhi në sektorë ku mundësia për korrupsion ka qenë më e lartë. Prandaj, ata do të kenë nevojë për një menaxhim të mirë të borxhit publik në mënyrë që financat publike të mos dëmtohen. Shumica e këtyre vendeve kanë të gjitha burimet e nevojshme për të qënë një vend i zhvilluar, ata kanë patur kufij të lartë ekonomikë gjatë gjithë viteve, prandaj një rënie e korrupsionit dhe përmirësim i performancës së qeverisë do të ishin të mjaftueshme për të gjeneruar një rritje të shpejtë dhe të lartë ekonomike.

Si përfundim, mund të tregohet se rritja ekonomike dhe konvergjenca e një vendi që aspiron të arrijë nivelin mesatar të vendeve të BE-së lidhet drejtpërdrejt me uljen e Kontrollit të Korrupsionit, përmirësimin e Efektivitetit të Qeverisë, Sundimin e Ligjit dhe Stabilitetin Politik.

Bibliografi

A Romain, B. P. (2004). The determinants of venture capital: a panel data analysis of 16 OECD countries. Unviersite de Bruxelles working Paper wP-CEB 04/15.

Abed, G. dhe Davoodi, H., 2002, " Korrupsioni, reformat strukture, dhe Performanca ekonomike nw ekonomitw nw tranzicion ", Kapitulli 18 nw Qeverisje, korrupsionit, dhe Performanca Ekonomike, ed. nga George T. Abed dhe Sanjeev Gupta, (Uashington: Fondi Monetar Ndwrkombwtar).

Abramowitz, M. (1956). Resource and output trends in the United States since 1870. *American Economic Review*, 5-23.

Acconcia, A., & Cantabene, C. (2008). Njw shtytje e madhe pwr tw parandaluar korrupsionin: prova nga Italia. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia* , 75-102.

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A. &Yared P. (2008). Income and democracy. *American Economic Review* 98, pp. 808-42.

Acemoglu D., Verdier T. (1998). Property Rights, Corruption and the Allocation of Talent, A General Equilibrium Approach, *The Economic Journal*, 108(450), pp. 1381-1403.

Ahmed, M. (2015, September 1). The moral hazard created by buckets of start-up funding. *Financial Times*, f. 20.

Aidt T. S, Dutta J. &Sena V. (2008). Governance regimes, corruption and growth: Theory and evidence. *Journal of Comparative Economics*. 36(2): 195-220.

Aidt T. S. (2009). Corruption, Institutions, and Economic Development, *Oxford Review of Economic Policy*, 25(2), pp. 271-291.

Akai N., Horiuchi Y. &Sakata M. (2005). Short-Run and Long-Run Effects of Corruption on Economic Growth: Evidence from State-Level Cross-Section Data for the United States, *ANU Working Papers*, n. 05/5, Canberra: Australian National University, Asia Pacific School of Economics and Government.

Al Qudah A., Zouaoui A. &Aboelsoud E. M. (2019). Does corruption adversely affect economic growth in Tunisia? ARDL approach. *Journal of Money Laundering Control*, 23(1), pp. 38-54.

Ali A. M., Isee H.S. (2003). Determinants of Economic Corruption: A Cross-Country Comparison. *Cato Journal*, 22, pp.449-466.

Aliyu S., Elijah A.O. (2008). Corruption and Economic growth in Nigeria: 1986-2007 *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, MPRA paper No. 12504. pp. 1 – 20. Retrieved November 11, 2011.

Anderson, N., Poto nik, K., & Zhou, J. (2014). Innovation and Creativity in Organizations: A State-of-the-Science Review, Prospective Commentary, and Guiding Framework. *Journal of Management*, 40(5), 1297–1333. <https://doi.org/10.1177/0149206314527128>

- Andvig J.C., Moene, K.O. (1990). How corruption may corrupt. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 13(1), pp. 63-76.
- Arnone M., Iliopolus E. (2005). La corruzione costa, effetti economici, istituzionali e sociali, *Vita e pensiero*.
- Auditors, E. C. (2019). *Centrally managed EU interventions for venture capital: in need of more direction*. European Court of Auditors.
- Axelsson, U. (2012). European Venture Capital: Myths and Facts. *London School of Economics*. Gjetur 2020, nga https://conference.nber.org/conf_papers/f70004.pdf
- Bagnai, A. (2013). Declino, produttività, flessibilità, euro: il mio primo maggio. Postimi nw blog: <http://goofynomics.blogspot.bashkw.uk/2013/05/declino-produttivita-flessibilita-euro.html> (Hyrja e fundit: 4-12-2014) .
- Bartlett W. (2009). Economic Development in the European Super-Periphery: Evidence from the Western Balkans, *Economic Annals*, 54(181), pp. 21-44.
- Beck P., Maher, M.W. (1986). A comparison of bribery and bidding in thin markets, *Economic Letters*, 20, pp.1-5.
- Bega F. M. (2007). La geopolitica delle popolazioni musulmane balcaniche tra minaccia del fondamentalismo islamico e prospettiva di integrazione europea. *Rivista di studipoliticiinternazionali*, pp. 526-538.
- Bhagwati J. (1982). Directly Unproductive Profit-Seeking (DUP), Activities. *Journal of Political Economy*, 90, pp. 988-1002.
- Bird R.M., Martinez-Vazquez J. & Torgler B. (2008). Tax Effort in Developing Countries and High Income Countries: The Impact of Corruption, Voice and Accountability, *Economic Analysis and Policy*, 38(1), pp. 55-71.
- Bottazzi, L. (2002). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, v.34, 229-69.
- Bowen R. (2005). Il mito del conflitto etnico globale. *Antropologia della violenza*, pp. 125-144.
- Brunetti, A., Weder, B. (1998). Investment and Institutional Uncertainty: A Comparative Study of Different Uncertainty Measures, *Weltwirtschaftliches Archiv*. 134, pp. 513–33.
- Buchanan, J. M., & Tullock, G. (1962). *The calculus of consent* (Vol. 3). Ann Arbor: University of Michigan press.
- Cabezon, E., End, N., Slavov, S. & Weller, A. (2017). Shqipwria: Çwshtje tw Zgjedhura; Raporti i Vendit i FMN Nr. 17/374; 14 nwntor 2017
- Challenge Advisory. (2017). Gjetur September 20, 2020, nga Challenge.rog: <https://www.challenge.org/insights/structural-differences-in-eu-vs-uk-vs-us-2/>
- Checherita-westphal, C., & Rother, P. (2012). Ndikimi i borxhit tw lartw tw qeverisw nw rritjen ekonomike dhe kanalet e tij: Njw hetim empirik pwr zonwn e euros. *Revista Ekonomike Evropiane*, 56 (7), 1392-1405.

- Commission. (2018, April 18). *Europa.eu*. Gjetur September 20, 2020, nga https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_2763
- Coolidge, J., Rose-Ackerman, S. (1997). *in African Regimes*. World Bank.
- Cooray, A., Dzhumashev, R., & Schneider, F. (2017). Si ndikon korrupsioni nw borxhin publik? Njw analizw empirike. *Zhvillimi botwrwr* , 90 , 115-127.
- Del Monte A., Papagni E. (2007). The determinants of corruption in Italy: Regional panel data analysis, *European Journal of Political Economy*, 23(2), pp. 379-396.
- Djankov S., Murrell P. (2002). Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey, *Journal of Economic Literature*, 40(3), pp. 739-792.
- Djankov, S. T. (2010). The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 31–64.
- Donatella Gatti, C. R. (2009). Unemployment and finance: how do financial and labour market factors interact? working Paper, No. 2901, Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo).
- Dreher A., Herzfeld T. (2005). The Economic Costs of Corruption: A Survey and New Evidence, *Public Economics EconWPA*, n. 0506001, University Library of Munich.
- Dreher A., Schneider F. (2010). Corruption and the Shadow Economy: An Empirical Analysis”, *Public Choice*, 144(1-2), pp. 215-238.
- Drucker, P. (1985). The discipline of innovation. *Harvard Business Review*. Retrieved from <http://i2ge.com/wp-content/uploads/2012/01/Drucker-Discipline-of-Innovation1.pdf>
- Drucker, P. F. (1985). *Innovation and Entrepreneurship, Practice and Principles*. Harper Business.
- Dyer, J., Gregersen, H. B., & Christensen, C. M. (2011). *The Innovator’s DNA: Mastering the Five Skills of Disruptive Innovators*. Harvard Business Press. Retrieved from http://books.google.al/books/about/The_Innovator_s_DNA.html?id=jiUb_YkF-iEC&pgis=1
- Edquist, C., Hommen, L., & McKelvey, M. (2001). *Innovation and employment: Process versus product innovation*. Retrieved from <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=YRb2AQAQBAJ&oi=fnd&pg=PR1&dq=Edquist+et+a+l.+2001&ots=JYPgOio7w1&sig=wQwhK9wOJ57qd2M1jFKXoe6M7gw>
- Eilat Y., Zinnes C. (2000). The evolution of the shadow economy in transition countries: consequences for economic growth and donor assistance. CAER consulting assistance on economic reform II n. 83, Harvard Institute for International Development.
- Estrin S., Meyer K. E., & Bytchkova M. (2006). Entrepreneurship in transition economies. *The Oxford handbook of entrepreneurship*, 693-725.
- Fehn, A. B. (2003). Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth. CEPS WORKING DOCUMENT NO. 197 .
- Fiocca M. (2001). Mediterraneo e Balcani: due aree di crisi e di opportunità alla periferia dell’Unione Europea, ISAE Istituto di studi e analisi economica, Roma.

Fiorino N., Galli E. e Petrarca I. (2012). Corruption and Growth: Evidence from the Italian Regions, *European Journal of Government and Economics*, 1(2), pp. 126-144.

Fitzgerald, E., Wankerl, A., & Schramm, C. J. (2011). *Inside Real Innovation: How the Right Approach Can Move Ideas from R&D to Market-- and Get the Economy Moving*. World Scientific. Retrieved from <http://books.google.com/books?id=ptkr3qZ5K-cC&pgis=1>

Freeman, C., & Soete, L. (1997). *The Economics of Industrial Innovation* (3d ed.). The MIT Press.

Friedman E., Johnson S., Kaufmann D. & Zoido-Lobaton P. (1999). Dodging the Grabbing Hand: The Determinants of Unofficial Activity in 69 Countries. *World Bank Discussion Paper*.

Friedman E., Johnson S., Kaufmann D. & Zoido-Lobaton P. (2000). Dodging the Grabbing Hand: The Determinants of Unofficial Activity in 69 Countries, *Journal of Public Economics*, vol. 76, n. 3, pp. 459-493.

Friedman, E., Johnson, S., Kaufmann, D., & Zoido-Lobaton, P. (2000). Duke shmangur dorwn e kapjes: pwrctuesit e veprimtarisw jozyrtare nw 69 vende. *Gazeta e ekonomisw publike*, 76 (3), 459-493.

Friedrich C. (1972). *The Pathology of Politics, Violence, Betrayal, Corruption, Secrecy and Propaganda*, New York: Harper and Row.

Fundz.net. (2020, August 20). Fundz. Gjetur Septmber 20, 2020, nga <https://www.fundz.net/what-is-series-a-funding-series-b-funding-and-more#b>

Gage, D. (2011, March 12). The Venture Capital Secret – 75% of Startups Fail. *wall Street Journal*, f. 26.

Garcia, R., & Calantone, R. (2002). A critical look at technological innovation typology and innovativeness: a literature review. *The Journal of Product Innovation Management*, 19(2), 110–132. [https://doi.org/10.1016/S0737-6782\(01\)00132-1](https://doi.org/10.1016/S0737-6782(01)00132-1)

Gligorov, V., Kaldor, M., & Tsoukalis, L. (1999). *Balkan reconstruction and European integration*.

Golden M. A., Picci L. (2005). Proposal for a New Measure of Corruption, Illustrated with Italian Data, *Economics & Politics*, 17(1), pp. 37-75.

Gompers, P. a. (1998). Conflict of Interest in the issuance of public securities: Evidence from Venture Capital. NBER working Paper.

Gould D.J, Amaro-Reyes J. A. (1983), *The Effects of Corruption on Administrative Performance*, Washington DC: World Bank Staff Working Paper No. 580, The World Bank.

Greiner, A., & Fincke, B. (2009). *Borxhi publik dhe rritja ekonomike (Vvllimi 11)*. Shkencat Springer & Media e Biznesit.

Groenendijk N. (1997), "A principal-agent model of corruption", *Crime, Law and Social Change*, 27(3-4), pp. 203-227.

Grossman, G. M., & Helpman, E. (1996). Electoral competition and special interest politics. *The Review of Economic Studies*, 63(2), 265-286.

Gundlach E., Paldam, M. (2008). A farewell to critical junctures: Sorting out long-run causality of income and democracy. Working Paper, 1410, Kiel Institute for the World Economy.

Gupta M. S. (1998). Does corruption affect income inequality and poverty?" International Monetary Fund.

Gupta, MS, & Abed, MGT (2002). Qeverisja, korrupsioni dhe performanca ekonomike . Fondi Monetar Ndwrkombwtar.

Habib M., Zurawicki L. (2002). Corruption and Foreign Direct Investment, *Journal of International Business Studies*, 33(2), pp. 291-307.

Hege, U. (2003). Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States. *University of Amsterdam*.

Hellmann, T. P. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 959-984.

Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2013). A e bllokun nw mwnyrw tw vazhdueshme borxhin e lartw publik rritjen ekonomike? Njw kritikw ndaj Reinhart dhe Rogoff. " Dokumenti i punws i Institutit tw Kwrkimit tw Ekonomisw Politike Nr.

Hobday, M. (2000). The project-based organisation: an ideal form for managing complex products and systems? *Research Policy*, 29, 871–893. Retrieved from www.elsevier.nl/locate/reconbase

Hsiao C. (1997). Statistical Properties of the Two-Stages Least Squares Estimator Under Cointegration, *The Review of Economic Studies*, 64, pp. 385-398.

Huntington S. (1968). *Political Order in Changing Societies*. New Heaven: Yale university Press.

Johnson S, Kaufmann D dhe Shleifer A (1997) Ekonomia Jozyrtare nw Tranzicion, Gazetat e Brookings mbi Aktivitetin Ekonomik , 27, 159-239.

Johnson S., Kaufmann D. & Shleifer A. (1997). The Unofficial Economy in Transition, *Brookings Papers on Economic Activity*, 27, pp. 159-239.

Johnson S., Kaufmann D. & Zoido-Lobaton P. (1998), Regulatory Discretion and the Unofficial Economy. *American Economic Review*, 88(2), pp. 387-92.

Jorge F. Segna, M. (2004). Globalizzazione, commercio internazionale e corruzione, ed Il Mulino.

Kaplan, S. N. (2007). How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation*, 273–311.

Kaufmann D. (2010). Can Corruption Adversely Affect Public Finances in Industrialized Countries? www.brookings.edu, *OP-ED*, 19.

Kaufmann, D. (2010). A mund tw ndikojw korrupsioni negativisht nw financat publike nw vendet e industrializuara ?. Instituti Brookings , 19 Prill .

Kline, S. S. J., & Rosenberg, N. (1986). An Overview of Innovation. *European Journal of Innovation Management*, 38, 275–305. <https://doi.org/10.1108/14601069810368485>

Kräussl, R. (2016). Has Europe been catching up? An industry level analysis of venture capital success over 1985 - 2009. CFS working Paper, No. 2012/16.

Lambsdorff, JG (2003). Si ndikon korrupsioni nw produktivitetin. *Kyklos* , 56 (4), 457-474.

Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*, 255-264.

Lerner, J. (2016). *Best Practices in Creating a Venture Capital Ecosystem*. Multilateral Investment Fund.

Lerner, J. a. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *Quarterly Journal of Economics*, 223–246.

Mauro P., (1995) "Korrupsioni dhe rritja", *Gazeta Tremujore e Ekonomisw*, vll.110, 681-712.

Mauro, MP (1996). Efektet e rritjes, investimeve dhe shpenzimeve tw korrupsionit (nr. 96-98). *Fondi Monetar Ndwrkombwtar*.

Mauro, P. (1998). Korrupsioni dhe pwrbrwja e shpenzimeve tw qeverisw. *Gazeta e Ekonomisw Publike* , 69 (2), 263-279.

Michelacci, C. a. (2007). 'Business Creation and the Stock Market,. *Review of Economic Studies*, 459–481.

Panizza, U., & Presbitero, AF (2014). Borxhi publik dhe rritja ekonomike: a ka ndonjw efekt shkakor ?. *Revista e Makroekonomisw* , 41 , 21-41.

Pattillo, CA, Poirson, H., & Ricci, LA (2002). Borxhi i jashtwm dhe rritja (Nr. 2002-2069). *Fondi Monetar Ndwrkombwtar*.

Pattillo, CA, Poirson, H., & Ricci, LA (2004). Cilat janw kanalet pwrmes tw cilave borxhi i jashtwm ndikon nw rritje ?.

Porteba, J. (1988). Venture Capital and Capital Gains Taxation. *Massachusetts Institute of Technology and NBER* .

Prencipe, D. (2017). *The European venture capital landscape: an EIF perspective*. Luxemburg: European Investment Fund.

Reiff, N. (2020, March 5). Series A, B, C Funding: How It works. *Investopedia*.

Reinhart, CM, & Rogoff, KS (2010). Rritja nw njw kohw borxhi (nr. w15639). *Byroja Kombwtare e Kwrkimeve Ekonomike*.

Rogers, E. M. (1995). *Diffusion of innovations*. *Newyork Free Press*. <https://doi.org/citeulike-article-id:126680>

Rubin, RE, Orszag, PR, & Sinai, A. (2004). Deficitet e qwndrueshme tw buxhetit: rreziku i pwrçarjes financiare dhe fiskale. *Nw Sesionin e Pwrbashkwt AEA-NAEFA, Takimet Vjetore tw Shoqatave Aleate tw Shkencave Sociale* .

Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles* (Vol. 1). McGraw-Hill.

Souitaris, V. (2002). Technological trajectories as moderators of firm-level determinants of innovation &, 31, 877–898.

Tanzi, V., & Davoodi, H. (2002). Korrupsioni, investimet publike dhe rritja. Nw shtetin e mirwqenies, investimet publike dhe rritja (f. 41-60). Springer, Tokyo.

Tidd, J., & Bessant, J. R. (2013). *Managing innovation : integrating technological, market and organizational change* (5th ed.).

Ufuk Akcigit, E. D. (2019). Synergising ventures: The impact of venture capital-backed firms on the aggregate economy. *VOX EU*.

Zwilling, M. (2011, January 12). Startups Get No Help From an Investment Bank. Gjetur September 20, 2020, nga BusinessInsider: <https://www.businessinsider.com/startups-get-no-help-from-an-investment-bank-2011-1>

ZHANG, B. (2013). Does venture capital spur economic growth? Evidence from Israel. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 115-125.