

# MPRA

Munich Personal RePEc Archive

## **The Impact of Asymmetric Information in Financial Markets**

Govori, Fadil

25 May 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/33831/>  
MPRA Paper No. 33831, posted 21 Apr 2013 12:45 UTC

# Ndikimi i informacionit asimetrik në tregjet financiare

Fadil Govori, PhD  
Fakulteti i Shkencave të Aplikuara të Biznesit, UP

## Abstrakt

Prania e informacionit asimetrik në tregjet financiare shpie te problemet e zgjedhjes së keqe dhe të riskut të ndërgjegjës, të cilat pengojnë funksionimin efikas të atyre tregjeve. Metodatat që ndihmojnë zgjidhjen e këtyre problemeve përfshijnë prodhimin dhe shitjen private të informacionit, rregullimin me ligj nga qeveria për të rritur sasinë e informacionit në tregjet financiare, përdorimin e kolateralit, dhe përdorimin e vlerës neto në kontratat e huasë, si dhe përdorimin e mbikëqyrjes dhe detyrimit për zbatim të dispozitave kufizuese të kontratave të huasë. Konstatim kyç nga analiza jonë është fakti se prania e problemit të “kalorësve të lirë” për letrat me vlerë të tregtueshme siç janë aksionet dhe obligacionet, tregon se ndërmjetësit financiarë, në veçanti bankat duhet të luajnë rol më të madh se sa tregjet e letrave me vlerë, në procesin e financimit të aktiviteteve të biznesit. Analiza ekonomike e pasojave të zgjedhjes së keqe dhe të riskut të ndërgjegjës na kanë ndihmuar edhe të shpjegojmë tiparet kryesore të strukturës financiare.

**Terma kyç:** Informacion asimetrik, zgjedhja e keqe, risku i ndërgjegjës, teoria e agjensionit, tregjet financiare.

**Klasifikimi JEL:** G14, D82, E44, G2, G3

# 1. Hyrje

Prania e kostove të transaksionit në tregjet financiare shpjegon pjesërisht pse ndërmjetësit financiarë dhe financimi indirekt luajnë rol aq me rëndësi në tregjet financiare. Një arsye tjetër është se në tregjet financiare, njëra palë pjesëmarrëse në transaksion shpesh nuk zotëron informacion të mjaftueshëm për palën tjetër, në mënyrë që të merr një vendim të saktë. Kjo pabarazi quhet informacion asimetrik. Për shembull, huakërkuesi që merr hua, zakonisht zotëron informacion më të plotë në lidhje me riskun potencial të kthimit dhe risqet që shoqërojnë projektet e investimit për të cilat kërkohen fonde, se sa që zotëron huadhënësi. Mungesa e informacionit krijon probleme në dy fronte në sistemin financiar: para se të ndodh transaksioni, dhe pasi të ketë ndodhur transaksioni. Prandaj, për të kuptuar në mënyrë të plotë strukturën financiare, ne do të i adresohemi rolit të informacionit në tregjet financiare.<sup>1</sup>

Informacioni asimetrik (Asymmetric Information) përfaqëson një problem kur njëra palë nuk zotëron informacion të mjaftueshëm për palën tjetër pjesëmarrëse në transaksion, në mënyrë që të merr një vendim të saktë – përbënë një aspekt me rëndësi të tregjeve financiare. Për shembull, menaxherët e korporatës kanë njohuri në lidhje me faktin nëse ata janë të ndershëm dhe nëse performojnë detyrat e tyre me konsekuencë, apo zotërojnë informacion më të plotë mbi performancën e biznesit të korporatës. Përkundrazi, grupet e interesit në mjedisin e brendshëm dhe të jashtëm të korporatës nuk zotërojnë informacion të bollshëm dhe të saktë. Prania e informacionit asimetrik shpie te zgjedhja e keqe dhe te risku i ndërgjegjës.

Problemet e krijuara nga zgjedhja e keqe dhe nga risku i ndërgjegjës janë një pengesë me rëndësi për funksionimin normal të tregjeve financiare. Prandaj, ndërmjetësit financiarë mund të zbusin ato probleme dhe të lehtësojnë funksionimin e tregjeve financiare.

Analiza se si problemet e informacionit asimetrik ndikojnë sjelljen ekonomike quhet teoria e agjensionit. Ne do ta zbatojmë këtë teori këtu, për të shpjeguar pse struktura financiare në tregun kreditor të Kosovës merr formën e caktuar.

## 2. Rishikim i literaturës

### 2.1. George Akerlof dhe “problemi i limonëve”

Në një artikull të tij, George Akerlof, fitues i çmimit Nobel, kishte trajtuar në mënyrë të veçantë zgjedhjen e keqe, dhe se si ajo pengon funksionimin efikas të tregut. Ne i referohemi si “problemi i limonëve”, sepse ai është i ngjashëm me problemin e krijuar nga veturat e përdorura – limonët (“lemons”) - në tregun e veturave të përdorura<sup>2</sup>. Blerësit e mundshëm të veturave të përdorura shpesh nuk janë në gjendje të vlerësojnë cilësinë e veturave të përdorura; ata nuk mund të tregojnë nëse një veturë e përdorur është e mirë dhe se do ec mirë, apo është një gjë pa vlerë “limon” që në vazhdimësi do u krijojnë atyre shqetësime. Prandaj,

---

<sup>1</sup> Një vështrim i shkëlqyer i literaturës mbi informacionin dhe strukturën financiare që shpalos subjektin që do diskutojmë në pjesën në vazhdim të këtij kapitulli përfshihet në punimin e Mark Gertler, “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, *Journal of Money, Credit and Banking* 20 (1988): 559-588.

<sup>2</sup> George Akerlof, “The Market for ‘Lemons’: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970): 488-500. Dy punime me rëndësi që kishin aplikuar analizën e problemit të lemons në tregjet financiare ishin Stewan Myers dhe N. S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics* 13 (1984): 187-221, dhe Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz, and Andrew Weiss, “Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations,” *American Economic Review* 74 (1984): 194-199.

çmimi që paguan blerësi duhet të reflektojë cilësinë mesatare të veturave në treg, diku ndërmjet vlerës së ulët të një veture të pavlerë, dhe çmimit të lartë të një veture të mirë.

Përkundrazi, pronari i veturës së përdorur, din më shumë për veturën e vet, nëse ajo është cilësore, apo është një gjë e pa vlerë. Në qoftë se vetura e tij është një gjë pa vlerë, pronari do të ishte më tepër se i lumtur ta shesë atë sipas çmimit të cilin është i gatshëm ta paguaj blerësi, i cili do të ishte diku ndërmjet çmimit të një veture jociësore dhe çmimit të një veture të mirë. Sepse ky çmim gjithsesi do ishte më i lartë se vlera e një veture jociësore. Por, në qoftë se vetura është cilësore, pronari e din se ajo është nënvlerësuar sipas çmimit të cilin është i gatshëm ta paguaj blerësi. Kjo do mund të ndikonte që pronari të mos pranojë ta shes fare veturën e tij. Si pasjë e kësaj zgjedhje të keqe, vetëm disa vetura të përdorura cilësore do të gjenden në treg. Me qenë se, cilësia mesatare e veturave të përdorura që gjenden në treg do ishte në shkallë të ulët, dhe me qenë se, vetëm disa individ do ishin të gatshëm të blejnë vetura me cilësi të ulët, në treg do të ndodhnin vetëm disa shitje. Prandaj, tregu i veturave të vjetëra do funksiononte dobët, madje do mund të mos funksiononte fare.

## 2. 2. Informacioni asimetrik në tregjet financiare

Një problem i ngjashëm i informacionit asimetrik paraqitet edhe në tregjet e letrave me vlerë, dhe në tregjet e kredisë. Supozojmë se investitori A, është një blerës i mundshëm i letrave me vlerë siç janë aksionet e zakonshme, por ai nuk di të bëjë dallimin ndërmjet firmave me klasifikim të lartë që realizojnë fitime të mëdha me risqe të ulëta, dhe firmave me klasifikim të ulët të cilat realizojnë fitime të vogëla dhe të shoqëruara me risqe të larta. Në këtë situatë, investitori A do ishte i gatshëm të paguante vetëm atë çmim i cili do reflektonte cilësinë mesatare të letrave me vlerë – atë çmim i cili do shtrihej ndërmjet vlerës së letrave me vlerë të firmave me klasifikim të ulët, dhe vlerës së letrave me vlerë të firmave me klasifikim të lartë. Në qoftë se pronarët apo menaxherët e firmave me klasifikim të lartë do zotëronin informacion të bollshëm dhe më të plotë se sa informacioni që zotëron investitori A, dhe do dinin se ata janë një firmë e mirë, ata do të kishin të qartë se letrat e tyre me vlerë janë nënvlerësuar dhe nuk do pranonin t'ia shisnin ato fare investitorit A, sipas çmimit të cilin do ishte i gatshëm të paguante ai. Firmat e vetme të cilat do ishin të gatshme t'ia shisnin letrat e tyre me vlerë investitorit A sipas çmimit që ai do ofronte, do ishin firmat me klasifikim të ulët (sepse çmimi që do paguante blerësi do ishte më i lartë se vlera reale e letrave me vlerë). Por, edhe investitori A nuk është i marrë; ai nuk do pranonte të mbante letrat me vlerë të firmave me performancë të dobët, prandaj, ai do vendoste që të mos blejë fare letra me vlerë në tregun financiar.

Analiza do ishte e njëjtë edhe në rastin kur investitori A do konsideronte mundësinë e blerjes së instrumenteve të huasë të korporatave në tregun e obligacioneve. Ai do blente obligacione vetëm nëse norma e interesit të tyre do ishte mjaft e lartë që t'i sigurojë atij të kompenzojë riskun e zakonshëm mesatar të firmave me performancë të lartë, dhe firmave me performancë të dobët, të cilat provojnë të shesin instrumentet e huasë. Pronarët dhe menaxherët e firmave me performancë të lartë të cilët kanë informacion të plotë mbi vlerën e firmës së tyre, do të kuptonin se ata do të paguanin një normë më të lartë të interesit se sa do të duhej në realitet, prandaj ata edhe do mund të merrnin vendimin të mos kërkojnë hua fare në tregun e obligacioneve duke mos shitur obligacionet e tyre. Vetëm firmat me performancë të dobët do të ishin të gatshme të kërkonin hua në tregun e obligacioneve duke shitur obligacionet e tyre. Në anën tjetër investitorët siç është investitori A nuk do të ishin të gatshëm të blejnë obligacione nga firmat me performancë të dobët, kështu që ata nuk do blenin fare obligacione në tregun e obligacioneve. Kjo do ndikonte që vetëm disa obligacione të shiteshin në tregun e obligacioneve, dhe kjo do ndikonte që tregu i obligacioneve të konsiderohej si burim jo i mirë për financim. Mbi bazë të këtyre parimeve funksionon edhe

tregu i kredive bankare. Analiza do ishte e njëjtë edhe në rastin kur investitori A do konsideronte mundësinë e marjes së një kredie në tregun e kreditor.

Kjo analizë shpjegon se prania e problemit të informacionit asimetric në tregjet e letrave me vlerë dhe në tregun e kredive bankare ndikon që tregjet të mos mund të funksionojnë në mënyrë efikase në procesin e kalimit të fondeve financiare nga pronarët e tyre (kursimtarët) kah investitorët (huamarrësit) që do i përdornin ato.

### 3. Zgjedhja e keqe: Ndikimi në strukturën financiare

#### 3.1. Zgjedhja e keqe (Adverse Selection): Koncepti

Zgjedhja e keqe përfaqëson një problem të informacionit asimetric që ndodh para se të ndodh transaksioni. Zgjedhja e keqe në tregjet financiare ndodh kur huamarrësit e mundshëm të cilët kanë shumë prirje të prodhojnë një rezultat të padëshirueshëm (të keq) – risku i kredisë së keqe – janë ata që në mënyrë më aktive përpigjen të marrin hua, dhe më së shpeshti edhe zgjedhen për t’u akorduar huanë. Për arsye se zgjedhja e keqe rritë mundësinë e dhënies së huasë një huamarrësi me risk të kredisë, huadhënësit mund të vendosin që mos të akordojnë kredi klientëve të tillë, madje edhe në rastet kur risku i kredisë është i vogël, dhe brënda kufijëve të pranueshëm.

#### 3.2. Metodatat që ndihmojnë zgjidhjen e problemeve të zgjedhjes së keqe

Problemi i riskut të ndërgjegjës mund të zgjidhet për mes angazhimit për prodhimin e informacionit, përmes rregullimit ligjor nga qeveria, financimit përmes ndërmjetësve financiarë, dhe përdorimit të kontratave të huasë (obligacioneve) për një pjesë të financimeve të firmës.

##### 3.2.1. Prodhimi dhe shitja private e informacionit

Zgjidhje e problemit të zgjedhjes së keqe në tregjet financiare është eliminimi i problemit të informacionit asimetric, e që mund të arrihet përmes sigurimit/furnizimit të individëve apo firmave që kërkojnë fonde financiare shtesë për financimin e aktiviteteve të tyre investuese, me informacion të bollshëm, detal, dhe të saktë. Një mënyrë e përshtatshme për të realizuar një synim të tillë – sigurimi i inoformacionit të bollshëm të nevojshëm për kursimtarët (huadhënësit) dhe për huamarrësit (investitorët), është themelimi i kompanive private që do të grumbullonin dhe do të prodhonin informacion të plotë, që do të mundësonte dallimin ndërmjet firmave me performancë të dobët dhe firmave me performancë të lartë, dhe më pas shitja e atij informacioni blerësve të letrave me vlerë.<sup>3</sup>

Mirëpo, sistemi i prodhimit dhe shitjes private të informacionit nuk e zgjidh në tërësi problemin e zgjedhjes së keqe në tregjet e letrave me vlerë, për shkak të pranisë së problemit të “kalorësve të lirë” (free-rider problem).<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Në Shtetet e Bashkuara të Amerikës, kompanitë siç janë Standard and Poor ‘s, Moody ‘s, dhe Value Line, grumbullojnë informacion nga zërat e balanceve të firmave, dhe aktivitetet e tyre investuese, i publikojnë ato të dhëna, dhe më pas ua shesin të njëjtat abonentëve të tyre (individëve, bibliotekave, dhe ndërmjetësve financiar të involvuar në blerjen e letrave me vlerë).

<sup>4</sup> Problemi i “kalorësve të lirë” ndodh kur disa individ të cilët nuk paguajnë për informacion realizojnë përparësitë që ofron informacioni për të cilin kanë paguar disa individ të tjerë. Problemi i “kalorësve të lirë” sugjeron se prodhimi dhe shitja private e informacionit përbën në fakt vetëm një zgjidhje parciale të problemit të zgjedhjes së keqe.

### 3.2.2. Rregullimi nga qeveria të rris informacionin

Problemi i pranishëm në tregjet financiare të “kalorësve të lirë” e parandalon tregun privat që të grumbullojë, prodhojë, dhe shes informacion të bollshëm, në mënyrë që të eliminon në tërësi problemin e informacionit asimetrik që shpie tek zgjedhja e keqe. A do mund të përfitonin tregjet financiare nga intervenimi i qeverisë? Qeveria do të mund për shembull, të prodhojë informacion, në mënyrë që të ndihmojë investitorët të mund të dallojnë firmat me performancë të lartë nga firmat me performancë të dobët financiare, madje duke ofruar atë informacion falas për gjithë publikun. Mirëpo, kjo zgjidhje mund të detyrojë qeverinë të nxjerr në publik edhe informacion negativ mbi firmat, një praktikë kjo që do të përbënte një problem politik të vështirë. Një mundësi tjetër<sup>5</sup> është që qeveria të rregullojë funksionimin e tregjeve të letrave me vlerë, në atë mënyrë që do t’ i inkurajonte firmat të zbatojnë transparencë duke publikuar informacion të saktë mbi aktivitetin e tyre biznesor dhe financiar, ashtu që investitorët të mund të përcaktojnë se sa performancë të mirë apo performancë të dobët i cilëson ato firma.<sup>6</sup>

### 3.2.3. Ndërmjetësimi financiar

Njëjtë sikurse tregtarët e veturave të përdorura që ndihmojnë të zgjidhet problemi i zgjedhjes së keqe në tregun e veturave, ndërmjetësimi financiar luajnë një rol të ngjashëm në tregjet financiare. Një ndërmjetës financiar siç është banka, bëhet një ekspert për prodhimin e informacionit mbi firmat, kështu që ajo mund të dallojë riskun në kreditë e mira dhe në kreditë e këqija. Atëherë, ajo mund të merr fonde nga depozitorët dhe t’ ua jep ato hua firmave të mira. Me qenë se banka është në gjendje të jep hua kryesisht firmave të mira, ajo është e aftë të fitojë norma më të larta interesi nga huatë e dhëna firmave të mira, se sa interesat që u paguan ajo depozituesëve të saj. Përfitimet që banka i realizon, i mundësojnë asaj të angazhohet në aktivitete të prodhimit të informacionit për firmat. Një element me rëndësi në aftësinë e bankës që të përfitojë nga aktiviteti i prodhimit të informacionit është ai se, ajo shmang problemin e “kalorësve të lirë”, duke dhënë hua private, më mirë se të blejë letra me vlerë që shitblihen në tregjet e hapura financiare. Me qenë se huatë bankare private nuk shitblihen, investitorët e tjerë nuk mund të vështrojnë se si po vepron banka, prandaj bankat edhe mund të realizojnë norma më të larta interesi në huatë e dhëna, nga të cilat kompenzojnë shpenzimet e tyre për prodhimin e informacionit. Roli i bankave si ndërmjetës financiar që zotërojnë hua të cilat nuk tregtohen, përbënë faktorin kryesor për suksesin e tyre në zvogëlimin e problemit të informacionit asimetrik në tregjet financiare.

Kjo analizë e zgjedhjes së keqe tregon se, për arsye se ndërmjetësimi financiarë në përgjithësi, dhe bankat në veçanti, zotërojnë një pjesë të madhe të huave jo të tregtueshme, do të duhej të luanin një rol më të madh në kalimin e fondeve financiare tek korporata, se sa që mund ta bëjnë një gjë të tillë tregjet financiare. Një fakt tjetër që shpjegon kjo analizë është rëndësia e bankave në sistemet financiare të vendeve në zhvillim. Siç e kuptuam nga analiza, kur cilësia e informacionit mbi firmat është më e lartë, problemi i informacionit asimetrik do të paraqitet më rrallë, dhe kjo do të bënte më të lehtë për firmat për të emetuar letra me vlerë.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Që përdoret nga qeveria e SHBA, dhe e shumë vendeve të tjera gjithandej nëpër botë.

<sup>6</sup> Në SHBA, ekziston agjensioni qeveritar Komisioni për letra me vlerë dhe bursa (The Securities and Exchange Commission – SEC), i cili kërkon që firmat të shesin letrat e tyre me vlerë në mënyrë publike në tregjet financiare publike duke respektuar parimet standarde të kontabilitetit, dhe duke nxjerr në publik informacionin mbi shitjet e tyre, asetet, dhe të ardhurat. Rregullim i ngjashëm përdoret edhe në vendet e tjera.

<sup>7</sup> Grumbullimi i informacionit për firmat private është më e vështirë të kryhet në vendet në zhvillim se sa në vendet e industrializuara; prandaj, roli më i vogël që luajnë tregjet e letrave me vlerë në ato vende, lë më shumë hapësirë për një rol më të madh të ndërmjetësve financiarë siç janë bankat.

*Prandaj, konkluzion themelor i kësaj analize është ai se, sa më i lehtë të bëhet kërkimi dhe grumbullimi i informacionit mbi firmat, për aq do të dobësohet roli dhe do të zvogëlohet rëndësia e bankave.*

### 3.2.4. Kolaterali dhe vlera neto

Zgjedhja e keqe ndërhyr dhe pengon funksionimin efikas të tregjeve financiare vetëm nëse huadhënësi ndjen pasojat e humbjës kur huamarrësi nuk është në gjendje të kthej huan sipas kontratës, apo madje të dështoi në tërësi të kthej huanë. Kolaterali, është një pasuri e premtuar huadhënësit në qoftë se huamarrësi dështon të kthej huanë, dhe zvogëlon pasojat e zgjedhjes së keqe, duke zvogëluar humbjët e huadhënësit në rast dështimi të huamarrësit. Në qoftë se huamarrësi dështon të kthej kredinë, atëherë huadhënësi mund të shes kolateralin dhe të përdor të ardhurat për të mbuluar humbjët nga huaja e dhënë. Vlera neto (quhet edhe kapitali aksioner), përfaqëson diferencën ndërmjet vlerës së aseteve të firmës (ajo që zotëron firma), dhe detyrimeve të firmës (ajo që firma u detyrohet të tjerëve), dhe luan rol të ngjashëm me kolateralin. Në qoftë se vlera neto e firmës është e lartë, madje edhe nëse firma angazhohet në investime të cilat shkaktojnë rezultate negative, dhe si pasojë dështimin për të kryer pagesat e borxhit, atëherë huadhënësi mund të bëhet pronar i vlerës neto të firmës, ta shes ate, dhe të përdor të ardhurat për të kompenzuar humbjët nga huaja. Veç kësaj, sa më e madhe të jetë vlera neto e firmës, është më pak e mundur që firma të dështoi sepse firma zotëron asete të cilat mund t' i përdor për të paguar huatë e saja.

## 4. Risku i ndërgjegjës

### 4.1. Risku i ndërgjegjës (Moral Hazard): Koncepti

Risku i ndërgjegjës përfaqëson një problem që krijohet nga informacioni asimetric dhe që paraqitet pasi të ndodh transaksioni. Risku i ndërgjegjës në tregjet financiare është risku (hazard) se huamarrësi do mund të angazhohet në aktivitete të padëshiruara (immoral) nga këndvështrimi i huadhënësit, sepse ato nuk garantojnë kthimin e huasë. Për arsye se risku i ndërgjegjës zvogëlon probabilitetin për kthimin e huasë, huadhënësit mund marrin vendim që mos të japin hua fare. Huadhënësi bartë riskun nga se huamarrësi do të angazhohet në aktivitete që janë të padëshirueshme nga këndvështrimi i huadhënësit, sepse ato zvogëlojnë mundësinë e kthimit të huasë prapa. Për shembull, kur huamarrësit të kenë marr huatë, ata mund të angazhohen në aktivitete me risk me shkallë të lartë (të cilat premtojnë kthime të larta, por edhe shkallë të lartë të riskut), sepse ata në fakt po përdorin parat e dikujt tjetër. Me qenë se, risku i ndërgjegjës zvogëlon probabilitetin se huaja do të kthehet me kohë, huadhënësit mund të vendosin që mos të akordojnë kredi për huamarrës të tillë.

### 4.2. Risku i ndërgjegjës në kontratat aksionere: Problemi i agjencionit

Kontratat aksionere siç janë aksionet e zakonshme përfaqësojnë një pretendim për një pjesë të fitimeve dhe të aseteve të korporatës. Kontratat aksionere i nënshtrohen një lloji të veçantë të riskut të ndërgjegjës që quhet problemi i agjencionit<sup>8</sup>. Në firmat me një pronarë, pronarët dhe menaxhmenti janë zakonisht të njëjtit persona. Menaxhmenti qeverisë firmën me qëllim përmbushja e objektivave të veta, nevojave, kërkesave financiare dhe të tjera si këto. Por, kur firma kalon nga pronësia private në pronësi publike, menaxhmenti tani duhet t' i përfaqësojë të

---

<sup>8</sup> Teoria e agjencionit trajton marrëdhëniet ndërmjet pronarëve dhe menaxherëve të firmës.

gjithë pronarët. Kjo e vë menaxhmentin në pozitë të agjencionit në marrjen e vendimeve të cilat do t'i përmbushin kërkesat e të gjithë aksionmbajtësve dhe do të jenë në të mirë të tyre.<sup>9</sup>

Disa tregues të tjerë flasin se problemet e agjencionit të krijuara nga kontratat aksionere mund jenë të shumta dhe të rënda, dhe shpjegohen raste të menaxherëve të cilët ndërtojnë zyra luksoze për vetveten, apo ngasin vetura nga më luksozet. Përveç përfitimeve personale, menaxherët gjithashtu mund të ndjekin strategji të korporatës (siç është përvetësimi i firmës tjetër) që e rrisin fuqinë e tyre, por nuk e rrisin fitimin e korporatës.

Problemi i agjencionit nuk do të paraqitet në qoftë se pronarët e firmës do të kishin informacion të plotë për aktivitetin e menaxherëve, në mënyrë që të parandalojnë shpenzimet e kota dhe mashtrimin në korporatë. Problemi i agjencionit, që është një shembull i riskut të ndërgjegjës, paraqitet vetëm sepse menaxherët zotërojnë informacion më të plotë dhe më të saktë për aktivitetet e menaxhmentit të firmës, se sa zotërojnë aksionmbajtësit. Kjo tregon se aty ekziston problemi i informacionit asimetric.

### 4.3. Pse ekziston problemi i agjencionit?

Menaxherët do të duhej të merrnin vendime që do të ishin konzistente me objektivin për rritjen e pasurisë së aksionmbajtësve, por në praktikë kjo nuk ndodhë çdo herë. *Problemi i agjencionit 'ndodh' kur menaxherët nuk veprojnë për interesin e aksionmbajtësve.* Tre faktorë me rëndësi që kontribuojnë në ekzistimin e problemit të agjencionit brenda shoqërive aksionere publike janë:

- Ekziston divergenca ndërmjet pronësisë dhe kontrollit.
- Objektivat e menaxhmentit dallojnë nga ato të pronarëve të shoqërisë (aksionmbajtësve).
- Ekziston asimetria e informacionit ndërmjet dy palëve.

Kur merren në konsideratë këta tre faktorë, bëhet e qartë se menaxhmenti i shoqërisë është në pozitë dhe është i motivuar që të vlerësojë maksimizimin e pasurisë së vet pa u vënë re nga pronarët e shoqërisë (aksionmbajtësit). Kjo është asimetria e informacionit që bënë të vështirë për aksionmbajtësit të monitorojnë vendimet e menaxhmentit, duke lejuar kështu menaxherët të realizojnë objektivat e veta, maksimizimin e pasurisë personale.<sup>10</sup>

Problemet potenciale ndërmjet menaxhmentit të shoqërisë dhe aksionmbajtësve të saj nuk janë problemi i vetëm i agjencionit. Jensen dhe Mecklin (1976) provuan të argumentojnë se shoqëria aksionere mund të vështrohet si seri e tërë e marrëdhënieve të agjencionit ndërmjet grupeve të ndryshme të interesit të involvuara. Të gjitha ato marrëdhënie të agjencionit janë treguar në Figurën 1.

---

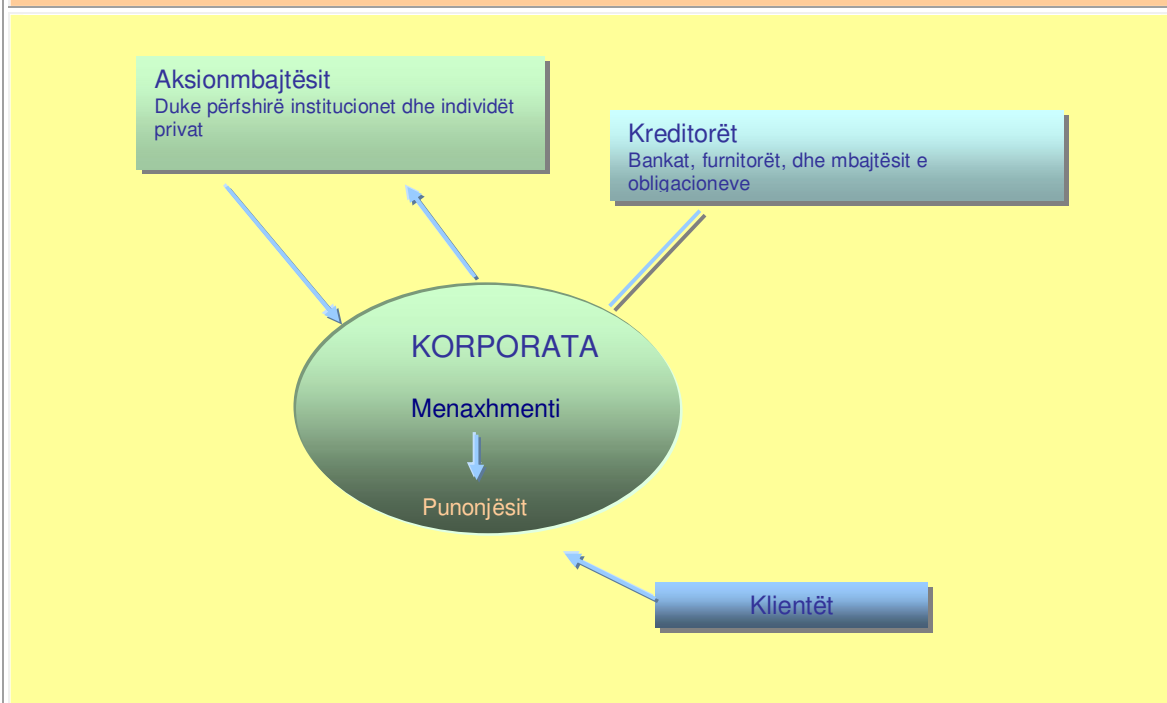
<sup>9</sup> Për arsye të shumëllojshmërisë së interesave të pronës, mund të lindin konflikte ndërmjet pronarëve dhe menaxhmentit, të cilat ndikojnë në vendimet financiare të firmës. Po ashtu, edhe për arsye se në dhjetë vjetëshin e fundit janë bërë të shpeshta përvetësimet dhe shkrirjet/bashkimet e shoqërive, teoria e agjencionit është bërë edhe më e rëndësishme në vlerësimin nëse objektivat e aksionmbajtësve janë duke u arritur nga ana e menaxhmentit në afat të gjatë.

<sup>10</sup> Si shembuj të objektivave të mundshëm të menaxhmentit përmendim këta:

- Rritja apo zgjerimi i shoqërisë aksionere;
- Fuqia menaxheriale;
- Krijimi i sigurisë në punë;
- Rritja e shpërblimeve dhe pagave menaxheriale;
- Ndjekja e objektivave të veta sociale apo projektet e veçanta.



Figura 1 Marrëdhëniet e agjencionit: Grupet përfituese dhe pretendimet kundrejt korporatës



Burimi: Fadil Govori, (2006): Tregjet financiare: Institucionet dhe instrumentet, IFM, Prishtinë, f. 336

Diagrami në Figurën 1 tregon marrëdhëniet e agjencionit ndërmjet grupeve të ndryshme të interesit me pretendime kundrejt korporatës. Shigjetat fillojnë nga zotëruesit (principal) dhe shkojnë kah agjentët. Për shembull, me që klientët paguajnë për produktet dhe shërbimet e korporatës, ata paraqesin zotëruesin, ndërsa korporata që i furnizon ata paraqet agjentin. Ndërkaq, menaxhmenti i korporatës është agjent i aksionmbajtësve. Marrëdhëniet janë të kundërta në mes të kreditorëve dhe aksionmbajtësve, kur aksionmbajtësit përmes aksioneve të menaxhmentit bëhen agjent të kreditorëve.<sup>11</sup>

#### 4.4. Si manifestohet problemi i agjencionit në shoqëritë aksionere?

*Fushat e konfliktit ndërmjet menaxherëve dhe aksionmbajtësve përfshijnë vendimet mbi investimet dhe riskun.* Skemat e shpërblimeve menaxheriale shpesh mbështeten në matjet e performansës afat shkurtër, prandaj menaxherët priren të përdorin metodën e kthimit gjatë vlerësimit të projekteve të mundshme, meqenëse kjo teknikë e vë theksin mbi kthimet afat shkurtra.

Duke konsideruar riskun, menaxherët mund të marrin vendime investuese që zvogëlojnë riskun josistematik përmes diversifikimit, me synim të reduktojnë riskun e korporatës. Risku josistematik është risk që lidhet me ndërmarrësin në aktivitete të veçanta të biznesit. Duke ulur riskun e korporatës përmes diversifikimit, menaxherët shpresojnë të ruajnë vendet e punës në të ardhmen. Investitorët me gjasë kanë diversifikuar edhe vet riskun josistematik, përmes investimit në portofolet që përmbajnë aksione nga korporata të ndryshme. Si pasojë,

<sup>11</sup> Nga perspektiva e financave të korporatës, një problem i agjencionit me rendësi është ai ndërmjet aksionmbajtësve, si agjent, dhe huadhënësit e borxhit si zotërues. Problemi i agjencionit në këtë rast është se aksionmbajtësit do të preferojnë të përdorin paratë e mbajtësve të borxhit për projekte me risk progresiv, ashtu që aksionmbajtësit do të përfitojnë nga sukcesi i projektit të tillë, kurse mbajtësit e borxhit do të mbartin riskun.

pasuria e aksionmbajtësve nuk është rritur, për shkak të aktiviteteve të diversifikimit, që kanë ndërmarrë menaxherët. Një tjetër problem i agjencionit në fushën e riskut mund të paraqitet nëse menaxherët miratojnë dhe ndërmarrin projekte me risk të ulët, kur aksionmbajtësit preferojnë projektet me risk të lartë.

Konflikti ndërmjet aksionmbajtësve dhe mbajtësve të borxhit paraqitet, sepse aksionmbajtësit preferojnë projektet me risk të lartë, ndërsa mbajtësit e borxhit preferojnë projekte me risk të ulët. Në këtë rast të ardhurat e aksionmbajtësve janë të pakufizuara, ndërsa humbja e tyre është e limituar me vlerën e aksioneve që mbajnë. Ndërsa riskun nga falimentimi e mbartin mbajtësit e borxhit, kurse të ardhurat e tyre nuk janë të pakufizuara, meqenëse instrumentet e borxhit u japin të drejtën në kthime fikse.

#### 4.5. Metodatat që ndihmojnë zgjidhjen e riskut të ndërgjegjës

Problemi i riskut të ndërgjegjës mund të zgjidhet po ashtu për mes angazhimit për prodhimin e informacionit, përmes rregullimit ligjor nga qeveria, financimit përmes ndërmjetësve financiarë, dhe përdorimit të kontratave të huasë (obligacioneve) për një pjesë të financimeve të firmës.

##### 4.5.1. Prodhimi i informacionit: Mbikëqyrja

Njëjtë si edhe te zgjedhja e keqe, problemi i “kalorësve të lirë” zvogëlon sasinë e informacionit të prodhuar që do duhej të zvogëlojë problemin e riskut të ndërgjegjës (problemin e agjencionit). Në shembullin e mësipërm, problemi i “kalorësve të lirë” e zvogëlon mbikëqyrjen. Në qoftë se ju e dini se edhe aksionerët e tjerë po monitorojnë aktivitetet e kompanisë aksionet e së cilës i mbani edhe ju, ju mund të veproni si “kalors i lirë” në aktivitetet e tyre. Nëse ju mund ta bëni këtë, atëherë këtë mund ta bëjnë edhe aksionmbajtësit e tjerë. Problemi i riskut të ndërgjegjës për aksionet e zakonshme atëherë do të jetë i rëndë, duke e bërë të vështirë për firmën të emetojë aksione për të siguruar fonde financiare shtesë për firmën.

##### 4.5.2. Rregullimi nga qeveria të rris informacionin

Njëjtë si me zgjedhjen e keqe, qeveria ka motiv të përpiqet të zvogëlojë problemin e riskut të ndërgjegjës të krijuar nga informacioni asimetrik. Qeveritë gjithandej nëpër botë zotërojnë ligje për të detyruar firmat t’iu përmbahen dhe t’i respektojnë parimet standarde të kontabilitetit të cilat e bëjnë më të lehtë verifikimin e fitimit të firmës. Qeveritë po ashtu miratojnë ligje që sanksionojnë fshehjen e fitimit, informacionit, dhe mashtrimin, duke vjedhur fitimet. Mirëpo, këto masa mund të jenë efikase vetëm pjesërisht. Kapja e këtij lloji mashtrimi nuk është e lehtë; menaxherët mashtrues kanë motiv që të bëjnë të vështirë për agjencionet e qeverisë që të provojnë këtë lloj mashtrimi.

##### 4.5.3. Ndërmjetësimi financiar

Ndërmjetësimi financiarë janë të aftë të shmangin problemin e “kalorësve të lirë” në fushën e riskut të ndërgjegjës. Një ndërmjetës financiar efikas që ndihmon zvogëlimin e riskut të ndërgjegjës është firma e investimit me rrezik (venture capital firm). Firmat e investimit me rrezik grumbullojnë burime financiare nga partnerët e tyre, dhe i përdorin ato fonde të nxisin sipërmarrësit të fillojnë biznese të reja. Në shkëmbim për përdorimin e fondeve për investime me rrezik, firma merr një fletaksion në biznesin e ri. Me qenë se verifikimi i të ardhurave dhe fitimit është shumë me rëndësi për eliminimin e riskut të ndërgjegjës, firmat e investimit me

rrezik, zakonisht insistojnë të dërgojnë disa njerëz të tyre në bordin e drejtorëve të firmës, ashtu që të vështrojnë aktivitetet e firmës nga afër. Kur firma me kapital të rrezikuar furnizon fondet fillestare, aksionet e asaj firme nuk janë të tregtueshme për të tjerë përveç për firmën me kapital të rrezikuar. Kështu, investitorët e tjerë nuk kanë mundësi të veprojnë si “kalors të lirë” dhe të përfitojnë nga aktivitetet e firmës me kapital të rrezikuar. Si rezultat i këtij angazhimi, firma me kapital të rrezikuar është e aftë të përfitojë të gjitha dobitë e aktiviteteve të saja verifikuese, dhe të zvogëlojë riskun e ndërgjegjës.

#### 4.5.4. Kontratat e huasë

Risku i ndërgjegjës paraqitet te një kontratë aksionere, që është një pretendim në përfitimet e firmës në të gjitha situatat, pa marr parasysh nëse firma krijon fitim apo humbje. Në qoftë se kontrata do mund të strukturohej ashtu që risku i ndërgjegjës të mund të ekzistojë vetëm në situatat e caktuara, atëherë aty do zvoglohej nevoja për mbikëqyrje të menaxherëve, dhe kontrata do të ishte me atraktive se sa kontrata aksionere. Kontrata e huasë (borxhit) ka saktësisht ato attribute, sepse ajo është marrëveshje ndërmjet huamarrësit që të paguaj huadhënësit shumë fikse të huasë në intervale kohore të caktuara. Kur firma realizon fitime të larta, huadhënësi merr vetëm pagesat e kontraktuara dhe nuk duhet të dijë vlerën e saktë të fitimeve të firmës huamarrëse. Nëse menaxherët janë duke fshehur fitimet, për këtë huadhënësi nuk shqetësohet fare deri sa kohë ato aktivitete nuk e pengojnë aftësinë e firmës huamarrëse të paguaj pagesat për huan e tij. Vetëm kur firma nuk mund të përmbush me kohë pagesat e huasë, pra kur dështon, huadhënësi do të interesohet për përfitimet e firmës huamarrëse. Vetëm në këtë situatë huadhënësit e përfshirë në kontratat e huasë do të veprojnë ngjashëm me mbajtësit e kontratave aksionere; tani ata kërkojnë të dijnë se sa të hyra ka firma, në mënyrë që të marrin pjesën e tyre.

## 5. Ndikimi i riskut të ndërgjegjës në strukturën financiare

### 5.1. Risku i ndërgjegjës në tregjet e huasë

Madje edhe me përparësitë e përshkruara më sipër, kontratat e huasë (obligacionet) edhe më tutje janë subjekt i riskut të ndërgjegjës. Me qenë se, kontrata e huasë kërkon që huamarrësi të paguaj një shumë fikse të interesit, dhe me pjesën tjetër të fitimit të zotërojnë veta ata, huamarrësit janë të motivuar të angazhohen në projekte investuese që shoqërohen me shkallë më të lartë të riskut, që nga këndvështrimi i huadhënësve konsiderohet si aktivitet i padëshirueshëm.

### 5.2. Metodatat që ndihmojnë zgjidhjen e riskut të ndërgjegjës në kontratat e huasë

**Vlera neto:** Kur huamarrësit zotërojnë vlerë neto më të madhe, risku i ndërgjegjës është më i ulët, sepse huadhënësit janë të ndërgjegjshëm se firma zotëron vlera dhe asete të mjaftueshme për të përmbushur detyrimet e tyre në çdo kohë. Një mënyrë për të përshkruar zgjidhjen që e ofron vlera e lartë neto për problemin e riskut të ndërgjegjës është të themi se ajo e bën kontratën e huasë motivuese-kompatibile (incentive-compatible); që do të thotë se, ajo i pajton motivet e huamarrësit me ato të huadhënësit. Sa më e lartë është vlera neto e huamarrësit, është më shumë e mundur që motivet dhe sjellja e huamarrësit të jenë në pajtim me pritshmëritë dhe dëshirat e huadhënësit, dhe problemi i riskut të ndërgjegjës në kontratën e huasë janë më të vogëla.

**Monitorimi dhe zbatimi i kontratave kufizuese:** Siç edhe tregon shembulli i investitorit A, në qoftë se ju mund të siguroheni se investitori A nuk do të investonte në një projekt

investues me risk të lartë, me siguri se do ishte në interesin tuaj ti jepni një hua atij. Ju mund të siguroheni se investitori A do i përdor parat nga huaja juaj për qëllime që edhe ju i preferoni, përmes hartimit të dispozitave të caktuara kufizuese (restrictive covenants) në kontratën e huasë, të cilat i kufizojnë aktivitetet e firmës së huamarrësit. Duke monitoruar aktivitetet e investitori A për të provuar nëse ai po i përmbush kërkesat kufizuese nga kontrata, dhe duke detyruar atë që në përgjithësi t' i zbatojë ato dispozita, ju do siguroheshit se ai nuk do të angazhohet në projekte investuese me risk të lartë. Dispozitat kufizuese kanë synim zvogëlimin e riskut të ndërgjegjës, përmes anulimit të sjelljeve të padëshirueshme, ose duke inkurajuar sjelljet e dëshirueshme. Janë katër dispozita kufizuese që mundësojnë realizimin e këtij objekti:

1. Dispozita kufizuese për të dekurajuar sjelljen e padëshiruar;
2. Dispozita kufizuese për të inkurajuar sjellje të dëshirur;
3. Dispozita kufizuese për të mbajtur kolateralin të vlefshëm, dhe
4. Dispozitat kufizuese që firma të sigurojë informacion të bollshëm.

Tani ne kuptojmë pse kontratat e huasë shpesh janë dokumente të komplikuar nga aspekti ligjor, dhe përmbajnë kufizime të shumta për sjelljen e huamarrësit. Kontratat e huasë kërkojnë që dispozitat e komplikuar kufizuese të zvogëlojnë riskun e ndërgjegjës.

**Ndërmjetësimi financiar:** Siç edhe e kemi kuptuar më heret, ndërmjetësit financiar, në veçanti bankat, kanë aftësinë të shmangin problemin e “kalorësve të lirë”, sa kohë që ato japin hua private. Huatë private nuk tregtohen, kështu që asnjë individ/firmë tjetër nuk mund të përfitojë nga mbikëqyrja dhe detyrimi për zbatim që bëjnë ndërmjetësit financiar, bankat. Kështu, ndërmjetësit financiarë duke dhënë hua private vet përfitojnë nga aktivitetet e mbikëqyrjes dhe detyrimi për zbatim, dhe do të punojnë në zvogëlimin deri në eliminim të riskut të ndërgjegjës në kontratat e huave. Kështu, koncepti i riskut të ndërgjegjës tregon disa arsye shtesë pse ndërmjetësit financiarë luajnë rol me rëndësi në kalimin e fondeve financiare nga pronarët e tyre (kursimtarët), kah huamarrësit.

## 6. Konkluzion

1. Informacioni asimetric rezulton me dy probleme: zgjedhjen e keqe, e cila ndodh përpara se të ndodh transaksioni, dhe risku i ndërgjegjës, i cili ndodh pasi të kryhet transaksioni. Zgjedhja e keqe i referohet faktit se huamarrësit me risk të lartë kërkojnë dhe marrin kredi më shpesh, ndërsa risku i ndërgjegjës i referohet faktit se huamarrësit mund të angazhohen në aktivitete me risk të lartë, dhe të cilat konsiderohen të padëshirueshme nga këndvështrimi i huadhënësve.
2. Zgjedhja e keqe pengon funksionimin efikas të tregjeve financiare. Metodrat e përshtatshme që ndihmojnë zvogëlimin e problemit të zgjedhjes së keqe përfshijnë prodhimin dhe shitjen private të informacionit, rregullimin e tregjeve financiare nga qeveria për të rritur informacionin, ndërmjetësimin financiar, kolateralin, dhe vlerën neto. Problemi i “kalorësve të lirë” ndodh kur infividët/firmat realizojnë avantazhe në tregjet financiare edhe pse ata nuk kishin paguar për informacionin, për të cilin në fakt kishin paguar individ/firma të tjera. Ky problem shpjegon pse ndërmjetësit financiar, në veçanti bankat, luajnë rol më të madh në financimin e aktiviteteve të biznesit, në krahasim me tregjet financiare të cilat luajnë një rol më të vogël.
3. Risku i ndërgjegjës në kontratat aksionere njihet me emrin problemi i agjencionit, sepse menaxherët – agjentët (the agents) janë më pak të motivuar të maksimizojnë fitimet, se sa që janë aksionmbajtësit – pronarët (the principals). Problemi i agjencionit shpjegon pse kontratat e huasë përdoren më tepër në tregjet financiare në krahasim me kontratat aksionere. Metodrat e përshtatshme për të zvogëluar problemin e agjencionit përfshijnë

mbikëqyrjen, rregullimin e tregjeve financiare nga qeveria për të rrit informacionin, dhe ndërmjetësimin financiar.

4. Metodatat e përshatshme për të zvogëluar problemin e riskut të ndërgjegjës në kontratat e huasë përfshijnë vlerën neto, mbikëqyrjen, dispozitat kufizuese dhe detyrimin për zbatim të tyre, dhe ndërmjetësimin financiar.

## Referenca bibliografike

**Akerlof G., (1970):** The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism., Quarterly Journal of Economics 84, 485-500.

**Akerlof G. and J. Yellen, (1990):** The Fair Wage Hypothesis and Unemployment., Quarterly Journal of Economics 105, 255-283.

**Arrow K., (1963):** Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care., American Economic Review 53, 941-973.

**Arrow K., (1972):** The Value of and Demand for Information., in McGuire, C. and R. Radner (eds.), Decision and Organization, North-Holland (London).

**Bank of Sweden, (2001):** Advanced information on the 2001 Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel, the Royal Swedish Academy of Sciences: Markets with Asymmetric Information..

**Basu K., (1997):** Analytical Development Economics, MIT Press (Cambridge, MA).

**Bond E., (1982):** A Direct Test of the Lemons Model: The Market for Used Pickup Trucks., American Economic Review 72, 836-840.

**Chiappori P. and B. Salanié, (2000):** Testing for Asymmetric Information in Insurance Markets., Journal of Political Economy 107, 56-78.

**Dahlby B., (1983):** Adverse Selection and Statistical Discrimination: An Analysis of Canadian Automobile Insurance., Journal of Public Economics 20,121-130.

**Dahlby B., (1992):** Testing for Asymmetric Information in Canadian Automobile Insurance., in G. Dionne (ed.) Contributions to Insurance Economics, Kluwer (Boston).

**Govori Fadil, (2006):** Tregjet financiare: Institucionet dhe instrumentet, IFM, Prishtinë

**Grossman S. and J. Stiglitz, (1980):** On the Impossibility of Informationally Efficient Markets., American Economic Review 70, 393-408.

**John K. and J. Williams, (1985):** Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium., Journal of Finance 40, 1053-69.

**Mishkin S. Frederic, (2006):** The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Seventh Edition Update, Pearson International Edition, Pearson-Addison Wesley.

**Mishkin S. Frederic and Eakins G. Stanley, (2006):** Financial Markets & Institutions, Fifth Edition, Pearson International Edition, Pearson-Addison Wesley.

**Puetz R. and A. Snow, (1994):** Evidence on Adverse Selection: Equilibrium Signalling and Cross-Subsidization in the Insurance Market., Journal of Political Economy 102, 236-257.

**Spencer M., (1974):** Market Signaling, Harvard University Press (Cambridge, MA).

**Stiglitz J. and A. Weiss, (1981):** Credit Rationing in Markets with Imperfect Information., American Economic Review 71, 393-410.

**Wilson C., (1977):** A Model of Insurance Markets with Incomplete Information., *Journal of Economic Theory* 16, 167-207.