Miroslav Todorović

Ekonomski fakultet,
Univerzitet u Beogradu

PSIHOLOGIJA I FINANSIJSKI MENADŽMENT- BIHEVIORALNE KORPORATIVNE FINANSIJE

PSYCHOLOGY AND FINANCIAL MANAGEMENT - BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE

Sažetak

U radu su predstavljene bihevioralne korporativne finansije. Za razliku od dominantne teorije modernih korporativnih finansija, bihevioralne korporativne finansije dozvoljavaju mogućnost da investitori ne budu potpuno racionalni. One dozvoljavaju i mogućnost da finansijski menadžeri preduzeća poseduju nestandardne preferencije, pristrasno odlučuju, odnosno da, bar ponekad, budu neracionalni. Sve te neracionalnosti mogu imati značajne implikacije na ciljnu funkciju preduzeća, finansijsku i investicionu politiku preduzeća i na sistem korporativnog upravljanja.

Ključne reči: *bihevioralne finansije, bihevioralne korporativne finansije, finansijska politika, investiciona politika, efikasnost tržišta, maksimiziranje vrednosti preduzeća, korporativno upravljanje.*

Abstract

In this paper, we present behavioral corporate finance. Unlike the dominant theory of modern corporate finance, behavioral corporate finance allows situations in which investors are not entirely rational. Behavioral corporate finance also allows corporate financial managers to have non-standard preferences, to make biased decisions, and even, occasionally to be irrational. All those irrationalities might have a significant impact on the corporate objective function, corporate financial and investment policy as well as to system of corporate governance.

Key words: *Behavioral Finance, Behavioral Corporate Finance, Financial Policy, Investment Policy, Market Efficiency, Firm Value Maximization, Corporate Governance*

Uvod

Korporativne finansije (poslovne finansije ili finansijski menadžment) kao disciplina u okviru savremene finansijske teorije imaju za cilj da objasne stvarne finansijske i investicione odluke koje treba da donesu finansijski menadžeri preduzeća. Pošto su date odluke rezultat interakcije finansijskih menadžera i investitora, za njihovo potpuno razumevanje potrebno je razumeti verovanja i preferencije obeju strana. Moderne ili neoklasične finansije nude normativne principe odlučivanja za racionalne agente – investitore i menadžere. *U svetu racionalnosti* menadžeri treba da pođu od toga da cene akcija na efikasnim tržištima odražavaju sve javno raspoložive informacije o fundamentalnoj vrednosti preduzeća. Investitori, pak, polaze od toga da menadžeri rade u sopstvenom interesu, racionalno reagujući na podsticaje oblikovane putem kompenzacionih šema, tržišta za korporativnu kontrolu i drugih mehanizama korporativnog upravljanja (Baker, Ruback, Wurgler, 2004a, str. 1.). Da li se stvari menjaju ako imamo u vidu da finansijska tržišta nisu dovoljno efikasna, niti su menadžeri, baš kao i investitori, potpuno racionalni Homo ekonomikusi, već obični ljudi od krvi i mesa?

Bihevioralne korporativne finansije nastoje da, na bazi posmatranja i izučavanja ponašanja investitora i menadžera, sofisticiranim matematičko-statističkim modelima modernih korporativnih finansija dodaju kognitivne psihološke elemente. Istovremeno, one pokušavaju

da relaksiraju rigidne pretpostavke na kojima su zasnovani modeli korporativnih finansija, poručujući tako da se matematičke tehnike i modeli u finansijama moraju razlikovati od onih u fizici i drugim tehničkim naukama.

Istraživanja u oblasti bihevioralnih korporativnih finansija kreću se u dva smera. Kod prvog se ističe da investitori nisu potpuno racionalni, niti su tržišta potpuno efikasna, te da stoga cene akcija odstupaju od njihovih fundamentalnih vrednosti. To znači da finansijski menadžeri treba da oblikuju finansijske i investicione odluke uvažavajući neracionalnost investitora i iskorišćavajući prilike koje donose netačne cene. Kod drugog pristupa se ističe da menadžeri nisu potpuno racionalni. Nestandardne preferencije i pristrasno odlučivanje inherentno je svim odlukama koje donose finansijski menadžeri. Ova dva pristupa biće detaljnije razmotrena na stranama koje slede.

Racionalni menadžeri u svetu ograničeno racionalnih investitora i nepotpuno efikasnih tržišta

Racionalni vs. obični investitori

Racionalni investitori razmatraju sve moguće alternative za investiranje, formiraju očekivanja koja su u saglasnosti sa zakonima verovatnoće, redovno ažuriraju očekivanja u skladu sa novim informacijama koje pritegnu na tržište, i donose odluke koje predstavljaju najbolji mogući izbor za njih. Oni ispravno procesuiraju informacije, integrišu ih i razumeju, sposobni su da rešavaju kompleksne probleme i da u potpunosti razumeju konsekvence svojih odluka.¹ Investitori, dakle, nisu ograničeni sopstvenim kognitivnim sposobnostima, niti su pod uticajem raspoloženja, afekata, osećanja prema drugima i sl.

Racionalni investitori su preduslov efikasnih finansijskih tržišta. Na efikasnim tržištima cene hartija od vrednosti odgovaraju njihovoj fundamentalnoj, pravoj, korektnoj ili intrinzičnoj vrednosti - „cene su tačne“. Teorijsku osnovu hipoteze o efikasnim tržištima postavio je Samuelson (1965) tvrdnjom o slučajnom kretanju cena akcija, a

samu hipotezu je definisao Fama (1970). Samuelson tvrdi da je na informaciono efikasnom tržištu nemoguće prognozirati promene cena akcija, te da se cene kreću slučajno (nasumično). Nove javne informacije koje dolaze na tržište instantno se ugrađuju u cene akcija ne ostavljajući tako prostor za ostvarenje abnormalnih prinosa koji bi bili rezultat trgovanja na bazi tih novih informacija. Tržište se ne može pobediti! Jedini način da se ostvari natprosečan prinos jeste slučajnost (npr. posedovanje akcija naftnog preduzeća u trenutku kada ono otkriva novi izvor nafte). Racionalni investitori su sposobni da u procesima arbitraže koriguju uticaje trgovine eventualnih neracionalnih tržišnih participanata; svaka eventualna netačna cena (*misspricing*) tj. potcenjenost/precenjenost akcija, odnosno cenovna anomalija biva u kratkom roku uklonjena aktivnostima arbitraže, koja obezbeđuje ponovno korektno vrednovanje akcija, tj. tačne cene.

Kritike hipoteze efikasnosti zaista su brojne. Recimo, za početak, da će investitori biti voljni da prikupljaju nove informacije i da trguju pomoću njih pokušavajući da pobeđu tržište samo ako će biti nagrađeni za taj trud. Činjenica da investitori pored pasivnih investicionih strategija (poput praćenja indeksa) koriste i aktivne strategije, otkriva da oni veruju da tržište nije efikasno. Oni koji to pokušavaju nastojeći da pribave informacije pre nego što one postanu javno publikovane sumnjaju u potpuno efikasnost tj. jaku formu efikasnosti tržišta. Takvi investitori bave se tzv. insajderskom trgovinom nadajući se da će profitirati pre nego što se pribavljene informacije ugrade u nove cene akcija. Oni koji, pak, pokušavaju da proniknu u «fundamente» i uzroke formiranja cena i otkriju potcunjene/precunjene akcije koristeći se tzv. fundamentalnom analizom veruju da tržište nije efikasno ni u srednje jakoj formi. I na kraju investitori koji veruju da se tržište može pobediti relativno jednostavnim sagledavanjem istorijskih obrazaca cena akcija, tj. tehničkom analizom, veruju da tržište nije efikasno ni u slabij formi.

Potpun spisak cenovnih anomalija, koje su takođe dokaz tržišnih neefikasnosti, teško je sačiniti, a takva lista prevazilazi okvire ovog rada. Pomenimo samo neke od anomalija (sa odgovarajućim nazivima u literaturi) kao što su: veći prinosi akcija preduzeća sa malom tržišnom kapitalizacijom u odnosu na velika preduzeća (efekat veličine),

¹ Tako npr. prilikom konstrukcije portfolia racionalni investitor ne samo da može da predvidi prinos i rizik akcija, već ima u vidu i korelaciju prinosa svakog mogućeg para akcija.

veći prinosi akcija vrednosti naspram akcija rasta (efekat vrednosti), veći prinosi akcija koje su imale dobre performanse u prošloj godini u odnosu na akcije sa slabim performansama (efekat momentuma), veći prinosi akcija koje su imale niske prinose u poslednjih 3-5 godina u odnosu na one koje su imale visoke (efekat dugoročnog obrta) i sl. Poznate su i ciklične anomalije u prinosima akcija (kalendarski efekti), kao što su npr. neuobičajeni rast cena akcija i prinosa poslednja dva dana u mesecu i prva tri dana u narednom mesecu (efekat promene meseca), rast cena akcija pred praznike (efekat praznika), rast cena akcija u januaru (efekat januara), rast cena akcija petkom (efekat vikenda) i sl.

Kako se, onda, zapravo ponašaju investitori i kakve su posledice njihovog ponašanja? Umesto da procenjuju fundamentalnu vrednost akcija investitori često nastoje da pogode buduće cene akcija, premalo diversifikuju, previše trguju, drže gubitničke akcije (akcije kojima cena pada), a prodaju dobitničke i sl. U takvom scenariju tržišne cene akcija mogu biti veoma neprecizne, a preterano reagovanje cena akcija je pre pravilo nego izuzetak. Cene koje odstupaju od fundamentalne vrednosti - netačne cene - vode transferima blagostanja među investitorima, preteranim ili nedovoljnim investicijama i pogrešnoj alokaciji kapitala u ekonomiji u celini. Bihevioristi, stoga, umesto Homo ekonomikusa u fokus razmatranja stavljaju običnog čoveka, odnosno ljude.

Ljudi čine sistematske greške u donošenju odluka, poseduju distorzije u preferencijama kada biraju između alternativa, ograničenih su kapaciteta pažnje i, stoga, sposobnosti da rade više stvari simultano, ograničenih kapaciteta da procesuiraju informacije i relativno skromnih sposobnosti da rešavaju kompleksne probleme. Ljudi često zaključuju na bazi intuicije i odluke donose spontano, bez iscrpnog razmišljanja, računanja i posebnog napora, a na bazi tzv. mentalnih prečica - heuristika. Autor teorije izgleda (*Prospect theory*), koja je u osnovi bihevioristička, nagrađen je 2002. godine Nobelovom nagradom za doprinose ekonomskoj nauci. Nagrađeni Kahneman inače je po struci psiholog. Shodno ovoj teoriji agenti – investitori i menadžeri - ne mogu objektivno da procene verovatnoću nekog događaja, brinu ne o svom ukupnom blagostanju već o promenama u blagostanju, tretiraju gubitke drugačije od dobitaka, u domenu gubitaka

nemaju averziju već sklonost riziku, različito gledaju na promene verovatnoće nekog ishoda u zavisnosti od njegove izvesnosti i sl.

U okviru teorije izgleda dramatično se menja postavka o maksimiziranju blagostanja i averziji na rizik agenata. Umesto da se fokusira na maksimiziranje ukupnog bogatstva, pojedinac posmatra svaku situaciju odlučivanja kao *nezavisni, izolovani događaj* i odluku donosi na osnovu *dobitaka/gubitaka* koje će biti rezultat date odluke, a u odnosu na *referentnu tačku status quo-a*.² Ljudi, pri tom, poseduju *averziju na gubitke*, te ukoliko je neka odluka skopčana sa opasnošću trpljenja gubitaka, takvi gubici za njih imaju otprilike duplo „veću težinu“ od dobitaka istog iznosa.³ Kako su, dakle, potencijalni nedostaci zbog napuštanja status quo-a veći nego potencijalne koristi, ljudi pokazuju *sklonost izbegavanju promena (status quo bias)*. Ljudi više vole sigurne od nesigurnih i više rizičnih dobitaka, te u domenu dobitaka zaista ispoljavaju *averziju na rizik*. Birajući između, s jedne strane, sigurnog dobitka od 100.000 din. i, s druge strane, mogućeg dobitka od 200.000 din. sa verovatnoćom ostvarenja od 50% i 50% verovatnoće da neće dobiti ništa, najveći broj ljudi će odabrati prvu opciju. Međutim, birajući između sigurnog gubitka od 100.000 i opcije da se izgubi 200.000 din. sa verovatnoćom 50% i 50% verovatnoće da neće izgubiti ništa najveći broj ljudi izabraće drugu opciju. Ljudi su, očigledno, skloni da se kockaju sa gubicima, rizikujući i da izgube više samo da bi eventualno izbegli gubitke - *u zoni gubitaka postoji sklonost riziku*. Promene verovatnoće ostvarenja ishoda imaju različitu težinu u zavisnosti od toga o kakvim promenama se radi. Napuštanje zone potpuno neverovatnog (promena sa 0% na 10%) više vredi, tj. ima veću težinu, od povećanja verovatnoće u srednjem ras-

2 Potreba da se povezani događaji posmatraju kao nezavisni, verovatno predstavlja deo objašnjenja pojave da investitori više brinu o promenama cena pojedinih akcija u portfoliju, nego o promenama vrednosti celine portfolia. Tako će se npr. pri donošenju odluke o prodaji akcije iz portfolia investitori uglavnom zadržati u kontekstu dobitaka/gubitaka na datoj akciji, ne razmatrajući uticaj koji ta prodaja ima na korelacije prinosa akcija u portfoliju, promenu rizika portfolia, pa i na promene vrednosti portfolia i svoga blagostanja. Kroz prizmu dobitaka/gubitaka odluku je lakše oceniti, nego sameravanjem njenog uticaja na celinu blagostanja.

3 Investitori, stoga, radije prodaju pobjedničke akcije, a nastavljaju da drže gubitničke - one kojima je trenutna cena ispod cene po kojoj su akciju kupili.

ponu verovatnoće (sa 30% na 40%) – *efekat mogućnosti i precenjivanje malih verovatnoća*.⁴ I promena verovatnoće ostvarenja ishoda sa 90% na 100% ima veću težinu nego promena sa 30% na 40% – *efekat izvesnosti*.

Svakako najkрупnije kontradikcije hipoteze efikasnosti tržišta predstavljaju dugoročna i intenzivna skretanja cene akcija iznad njihove fundamentalne vrednosti koja se označavaju kao *mehurovi*. Poznati noviji mehurovi tiču se, recimo, precenjenosti naftnih i drugih preduzeća u oblasti prirodnih resursa, high-tech i biotehno-loških preduzeća 1980-ih i precenjenosti internet kompanija kasnih 1990-ih. Mehur je racionalan jer nastavlja da raste sve dok investitori veruju da će nastaviti da raste, pri čemu svi investitori znaju da će usled kontinuelnog duvanja, pre ili kasnije, mehur pući. Mehurovi se stvaraju po sledećoj biheviorističkoj matrici. *Preterani optimizam i samopouzdanje* vode investitore da određenim akcijama dodele očekivanja visokog rasta i počnu da ih kupuju. Tržište se zagreva i svi kupuju iako znaju da su cene akcija već iznad njihovih fundamentalnih vrednosti, pošto su ubeđeni da će pronaći nekoga kome će prodati po još većoj ceni. Investitori počinju da veruju da su posebno visoki prinosi na akcije normalni – tzv. *heuristika reprezentativnosti*. I oni investitori koji poseduju informacije koje govore drugačije o perspektivama daljeg rasta cena rastućih akcija, počinju da zapostavljaju date informacije i da shodno *mentalitetu stada* slepo slede ponašanje drugih. Praćenje stada omogućava investitoru da izbegne *averziju na kajanje* koje bi nastalo ukoliko bi igru propustio, a cene akcija i dalje rasle, a ako stvari, pak, krenu po lošem i cene akcija padnu, biće svima teško, a ne samo njemu. Čak i investitori koji ne poseduju nikakve relevantne informacije o akcijama sa visokim rastom, verujući da njihovi prethodnici poseduju vredne informacije i iskustvo, počinju da kupuju akcije – *informacione kaskade*. Igra se završi kada na kraju ponestane «još većih budala» kojima biste prodali akcije po još većim cenama. Mehur puca, tržište se hladi i svi pokušavaju da akcije što pre prodaju, pre nego što im cene dalje padnu, što formira samopodržavajuću spiralu strmoglavog pada

cena. Mehurovi predstavljaju dokaz ograničenosti arbitraže, odnosno nedovoljne sposobnosti racionalnih arbitražera da brzo iskorišćavaju arbitražne prilike i ponište netačne cene. Razlog tome je verovatno činjenica da arbitraža nije ni nerizična ni besplatna.

Implikacije na ciljnu funkciju preduzeća

U slučaju efikasnih tržišta aktivnosti finansijskih menadžera na maksimiziranju fundamentalne vrednosti preduzeća tj. maksimiziranju sadašnje vrednosti budućih slobodnih novčanih tokova preduzeća znače istovremeno i aktivnost na maksimiziranju cene akcija, pošto po definiciji efikasnih tržišta cene odgovaraju fundamentalnoj vrednosti. Međutim, kako je izneto na prethodnim stranama, u uslovima ne do kraja racionalnih investitora i nesavršene arbitraže, cene akcija, koje otkrivaju ne do kraja efikasna finansijska tržišta, mogu biti netačne. Tada se menadžeri koji zaista nastoje da maksimiziraju vrednost u skladu sa praksom menadžmenta zasnovanog na vrednosti (*Value-based management*) mogu naći u apsurdnoj situaciji da njihove aktivnosti umesto da povećavaju smanjuju tržišnu vrednost njihovih preduzeća, bar privremeno. Stoga, racionalni menadžeri treba da prilikom donošenja finansijskih i investicionih odluka iskoriste netačne cene, te tradicionalnom cilju maksimiziranja fundamentalne vrednosti treba dodati još dva cilja: 1) dodvoravanje investitorima (*catering*) i 2) dobar tajming odluka u odnosu na tekuću situaciju na tržištu (*market timing*). Prvo je orijentisano na kreiranje netačnih cena, a drugo na iskorišćavanje netačnih cena.

1. Investitori ponekad mogu ispoljavati neracionalnu sklonost ka određenim projektima, određenim hartijama od vrednosti, visokim ili niskim isplatama dividendi i sl. Dodvoravanje menadžera takvim kratkoročnim potrebama i željama investitora sračunato je, stoga, na svesno „guranje“ cena akcija iznad njihove fundamentalne vrednosti.

2. Dobar tajming odluka odnosi se na nameru iskorišćavanja netačnih cena kroz, recimo, emisiju precenjenih i otkup potcenjenih akcija. Na ovaj način menadžeri transferišu vrednost sa novih (u slučaju emisija akcija) ili odlazećih akcionara (u slučaju otkupa akcija) a u korist

⁴ Precenjivanje malih verovatnoća i loša procena verovatnoće ekstremnih događaja uzrokuju tzv. *kockarsku groznicu* i velikim delom objašnjavaju popularnost igara na sreću.

svojih dugoročnih akcionara.⁵ Postavlja se pitanje da li su menadžeri dovoljno mudri i u stanju da identifikuju i iskoriste netačne cene? Postoje najmanje dva razloga da se poveruje u to. Prvo, menadžeri imaju superiornije informacije o preduzećima od spoljnih investitora – aut-sajdera. Određenim aktivnostima (redukcovanje obelodanjivanja, štimovanje rezultata i sl.) oni mogu i pojačati ovu prednost. Drugo, finansijski menadžeri se donošenju odluka suočavaju sa daleko manje ograničenja od, na drugoj strani, podjednako „pametnih“ investitora i menadžera portfolia institucionalnih investitora. Tako npr., menadžeri mogu danas emitovati akcije po ceni od 1.000 din. iako će kasnije cena akcija da bude duplo veća, te da umesto da budu kritikovani zašto nisu odložili emisiju akcija, budu pohvaljeni i nagrađeni za rast cena akcija. Na drugoj strani, portfolio menadžer koji bi zauzeo kratku poziciju u velikom broju akcija po ceni od 1.000 din i dočekao da se kasnije cena akcija duplira bio bi možda otpušten.

Implikacije na finansijsku politiku preduzeća

Struktura kapitala

U okviru Modigliani-Millerr-ove teorije strukture kapitala koja počiva na pretpostavkama racionalnih investitora i efikasnih tržišta iznešen je stav da je odnos duga i sopstvenog kapitala nebitan za vrednost preduzeća. Budući da je ovaj odnos nebitan, sledi da interakcija između finansijskih i investicionih odluka ne postoji, te da je trenutak kada se dešava promena strukture kapitala takođe irelevantan. Međutim, imajući u vidu da su neki/mnogi investitori nekada/često neracionalni, racionalni menadžeri moraju voditi računa o trenutku kada emituju akcije, privlače dugove i vrše druge promene strukture kapitala – *hipoteza dobrog tajminga*. Tako će npr. ako su akcije potcenjene, menadžeri izbegavati emisiju akcija i neophodni kapital privlačiti iz dugova. Važi i obrnuto te

će učešće sopstvenog kapitala u strukturi kapitala da raste kada su cene akcija visoke.

Neoklasična teorija korporativnih finansija nudi još dve, danas dominantne teorije strukture kapitala: teoriju statičkog kompromisa ili, kratko, teoriju kompromisa i teoriju hijerarhijskog redosleda ili teoriju hijerarhije. Teorija kompromisa, u proširenoj verziji, stoji na stanovištu da se optimalna struktura kapitala, kojom se maksimira vrednost preduzeća, ostvaruje kada koristi dugova (poreske uštede na kamatama i uklonjeni problemi uništavanja slobodnih novčanih tokova) u najvećoj mogućoj meri prevazilaze štete od dugova (troškove finansijskih neprilika i agencijske troškove dugova). Međutim, posmatranjem ponašanja preduzeća u poslovnoj praksi mogu se uočiti brojne kontradikcije koje dovode u pitanje postavku da ona nastoje da balansiraju između koristi i šteta od dugova i da se tako povinuju optimalnoj strukturi kapitala.⁶ Teorija hijerarhije stoji na stanovištu da bolje informisani menadžeri zbog visokih troškova informacione asimetrije i transakcionih troškova privlačenja kapitala izbegavaju emisiju akcija. Shodno tome preduzeće će za finansiranje svojih projekata u početku koristiti sopstvene resurse, neraspoređeni dobitak i amortizaciju, odnosno interni kapital, zatim čiste dugove, rizične dugove i samo u krajnjem slučaju, emisiju akcija. Fama i French (2004) predstavljaju ubedljive dokaze protiv teorije hijerarhije u skladu sa kojima je u periodu 1973. do 2002. čak 50% preduzeća donosilo odluke protivno teoriji hijerarhije, na osnovu čega zaključuju da je „teorija hijerarhije kao model strukture kapitala mrtva“. Izgleda da menadžeri ne vole da propuste priliku da povoljno prodaju akcije kada su im cene neobično visoke, što je protivno teoriji hijerarhije.

Graham i Harvey (2001) su empirijski potvrdili neke od ključnih stavova bihevorističke hipoteze dobrog tajminga koji se ne mogu objasniti ni jednom od današnjih teorija strukture kapitala: 1) korporacije nastoje da emituju vlasničke hartije umesto dugovih kada je njihova tržišna cena visoka u odnosu na knjigovodstvenu vrednost ili u odnosu na tržišne cene u prošlosti, i otkupljuju

⁵ Da su dugoročni akcionari preduzeća racionalni oni ne bi ni držali dugoročno precenjene akcije, već bi ih prodali pre nego što im cena padne na fundamentalnu vrednost, te menadžeri ne bi morali da im maksimiziraju blagostanje dugoročnih akcionara transferima blagostanja sa drugih investitora.

⁶ Detaljnije o kontradikcijama ove teorije, ali i teorije hijerarhije videti u: Todorović (2010, str. 316-331)

iste kada im je tržišna cena niska⁷, 2) korporacije emituju vlasničke hartije kada su investitori optimistično nastrojeni u pogledu buduće perspektive korporacije i grane u kojoj korporacija posluje⁸, 3) dugoročne serije prinosa akcija pokazuju da su prinosi na akcije posebno niski, pa čak i negativni, godinu dana nakon emisije novog kola akcija (brojne emisije na tržištu akcija stoga su predskazatelj niskih budućih prinosa na tržištu akcija) i posebno visoki nakon perioda u kome su se odigrali brojni otkupi (što potvrđuje da se otkupi izvršavaju u periodima potcenjenosti akcija).

Dvojica navedenih autora otkrivaju i da su niske tekuće kamatne stope najčešće navođeni razlog od strane menadžera za donošenje odluke o privlačenju dugova. Kratkoročni dugovi su pri tom posebno preferirani u odnosu na dugoročne u periodima kada su kratkoročne kamatne stope posebno niske u poređenju sa dugoročnim, i kada se čeka pad dugoročnih tržišnih kamatnih stopa. Emisije obveznica inostranih preduzeća na tržištima dugova u SAD i Velikoj Britaniji obimne su kada su kamatne stope na ovim tržištima niske u poređenju sa kamatnim stopama na domicilnim tržištima (Henderson, Jegadeesh i Weisbah, 2004). Navedeni primeri predstavljaju jasne potvrde hipoteze tajminga na tržištu dugova.

Struktura kapitala predstavlja kumulativni ishod dugoročne serije donetih finansijskih odluka o privlačenju/vraćanju dugova i emisiji/otkupu akcija. Ukoliko pri tom menadžeri vode računa o dobrom tajmingu odluka, najniže stepene zaduženosti preduzeća će imati nakon perioda visokih cena akcija i nakon perioda visokih kamatnih stopa. Dalje to implicira da će zatečena struktura kapitala recimo u 2011. jako zavisiti od stanja na finansijskim tržištima (precenjenosti/potcenjenosti akcija i visine kamatnih stopa) koje je vladalo 2009., 2008. godine, pa i dosta ranije. Teoriju strukture kapitala zasnovanu na dobrom tajmingu (*Market timing theory of capital structure*) razvili

su i testirali Baker i Wurgler (2002). Shodno teoriji, optimalna struktura kapitala ne postoji - ona nije rezultat strategijskog planiranja i realnih potreba za kapitalom, već kumulativ ranije učinjenih napora menadžera na realizaciji dobrih prilika na tržištu kapitala.

Shodno heuristici informacionih kaskada po kojoj je optimalna strategija ponašanja individua ponavljanje radnji ili rešenja njihovih prethodnika u analognim situacijama, a ne odlučivanje na bazi ličnih informacija kojima oni raspolažu, menadžeri pri oblikovanju strukture kapitala svoga preduzeća kopiraju implementirane strukture kapitala od strane lidera u grani. Kopiranje je optimalna strategija, tim pre ako se ima u vidu da određivanje optimalne strukture kapitala ili optimalne finansijske politike zahteva od menadžera i vreme i visoku kompetentnost kojima oni ne moraju nužno raspolagati. Dakle, shodno teoriji informacionih kaskada (*Informational Cascades Theory*) preduzeća prate metode formiranja strukture kapitala lidera u grani, bilo da on to radi u skladu sa teorijom kompromisa, teorijom hijerarhije, teorijom dobrog tajminga ili na neki četvrti način.

Dittmar i Thakor (2007) prave blagi otklon od teorije tržišnog tajminga i uvode elemente dodvoravanja investitorima. Korporacije privlače akcijski kapital kada je cena akcija visoka, ne da bi iskoristili precenjenost, već zbog toga što visoke cene akcija u datom trenutku potvrđuju da su investitori skloni da pozitivno ocene nameravane investicione projekte menadžera. U skladu sa tim menadžeri će emitovati akcije za finansiranje nekog projekta samo u slučaju da veruju da će investitori oceniti perspektivu projekta kao i sami menadžeri. Menadžeri, dakle, moraju da odrede kakav će biti uticaj projekta na tržište kapitala, što opredeljuje rešenje o emisiji. Ako menadžeri nisu uvereni u to da se očekivanja po projektu poklapaju sa očekivanjima investitora oni će neophodni kapital za finansiranje investicionog projekta privući iz dugova.

Politika dividendi

Neoklasična teorija dividendi ne daje odgovore na pitanja poput sledećih: zašto se dominantni tip dividendne politike svih preduzeća menja u vremenu, zašto investitori preferiraju dividende zanemarujući porez koji moraju platiti na njih i propuštene investicione prilike od strane

7 Dve trećine menadžera u njihovoj anketi navelo je precenjenost akcija kao veoma važan ili kao važan faktor za donošenje odluke o emisiji akcija, dok je u jednoj drugoj anketi (Brav i dr. 2005) čak 86% menadžera navelo da je potcenjenost akcija najvažniji faktor za otkup akcija.

8 Precenjenost otvorenih korporacija iz grane kojoj preduzeće pripada veoma je važan faktor u donošenju odluke za emisiju akcija zatvorenih korporacija i njihovo otvaranje kroz IPO. U vezi sa tim, zanimljivu priču o IPO proizvođača džepnih računara Palm sprovedenu 2000. godine videti u Shefrin (2001, str. 12-13)

preduzeća, kakva je veza dividendi i cene akcija (ako je cena akcija jednaka sadašnjoj vrednosti dividendi kako je moguće da bude tako volatilna)? Kao potencijalni odgovor Baker i Wurgler (2004b) razvijaju dodvorničku teoriju dividendi (*Catering theory of dividends*). Osnove teorije su sledeće: 1) zbog određenih psiholoških i insitucionalnih razloga investitori menjaju svoje preferencije ka isplaćivanju/neisplaćivanju dividendi, 2) arbitraža je ograničena, stoga se cene akcija na koje se isplaćuju dividende mogu razlikovati od cena akcija na koje se neisplaćuju dividende, 3) menadžeri preduzeća racionalno udovoljavaju tekućim preferencijama investitora – kada je vrednost preduzeća koja plaćaju dividende veća od vrednosti preduzeća koja ne plaćaju oni isplaćuju dividende, i obrnuto.

Razmotrimo detaljnije napred navedene postavke. U periodima rasta i stabilnosti investitori preferiraju preduzeća koja ne isplaćuju dividende već reinvestiraju. Obrnuto je u periodima pesimizma na tržištima kada investitori imaju pojačanu averziju prema riziku i preferiraju isplatu sigurnih dividendi. Tražnja za akcijama preduzeća koja isplaćuju dividende tada je veća i cene njihovih akcija rastu – fenomen premija za dividende u cenama akcija. Periode optimizma prate negativne premije za dividende, a periode pesimizma pozitivne premije za dividende. Na finansijskim menadžerima je da predvide ovakve promene u preferencijama investitora i da u cilju održanja i povećanja cena akcija prilagođavaju politiku dividendi dodvdravajući se investitorima. Dakle, umesto uobičajenog fokusa dividendne politike na preferencije tekućih akcionara preduzeća, prilikom oblikovanja dividendne politike menadžeri moraju voditi računa o preferencijama svih investitora na finansijskim tržištima. Rast cena akcija preduzeća koja isplaćuju dividende podstiče i druga preduzeća da uvažavajući stanje na finansijskom tržištu krenu istim putem. U vezi sa tim, u SAD se mogu uočiti tri perioda: period pozitivnih premija za dividende (od 1963.-1977.), period negativnih premija (1977.-1999.) i ponovo period pozitivnih premija (od 1999. godine). Dividende su „nestale“ 1977., i ponovo se javile posle 1999. godine (Baker i Wurgler, 2004c). Zaključimo da pored zapažanja da se dividendna politika menja u vremenu, vredan doprinos ove teorije predstavlja i zapažanje da je dividendna politika relevantna za vrednost pre-

duzeća, pri čemu iznos isplaćenih dividendi može uticati na vrednost preduzeća na različite načine.

Stav da psihologija investitora igra važnu ulogu u domenu politike dividendi neki drugi autori (npr. Shefrin i Statman, 1985) su zastupali i pre nego što je formulisana dodvornička teorija dividendi. Tako npr., postoji stav da investitori insistiraju na isplatama dividendi kako bi ograničili sebe na potrošnju manjih dividendi umesto potrošnje veće količine novca do koga bi došli prodajom akcija – *potreba za samokontrolom*⁹. Zahtevanjem isplate dividendi može se postići i *izbegavanje kajanja* do koga bi došlo ako bi cene akcija koje su investitori prodali kasnije porasle, što predstavlja drugi veoma bitan psihološki element dividendne politike.

Implikacije na investicionu politiku preduzeća

Organski rast - investicioni projekti (capital budgeting)

I investiciona politika preduzeća biće kompleksnija kad investitori nisu do kraja racionalni, a cene akcija na finansijskim tržištima nisu tačne. Za početak postavlja se pitanje da li se usled formiranja strukture kapitala u skladu sa hipotezom tržišnog tajminga neracionalnosti investitora sa finansijskih tržišta mogu preneti na investicione odluke preduzeća? Racionalni menadžeri ne bi trebalo da se povedu za neracionalnošću investitora. To što su privukli kapital emisijom akcija da bi iskoristili period visokih cena akcija ne znači da treba odmah, i po svaku cenu, da ga investiraju jer, iako su investitori optimistični, objektivna isplativost investicionih projekata nije promenjena. Važi i obrnuto - isplativi investicioni projekti bi trebalo da budu finansirani i u periodu niskih cena akcija i pesimizma investitora. Ipak, ovo drugo neće biti moguće kod preduzeća koja nemaju dovoljno internog kapitala ili nekorišćene kapacitete zaduživanja. Takva preduzeća su zavisna o akcijskom kapitalu (*equity dependent firm*). Investiciona aktivnost preduzeća koja nemaju druge opcije osim da dodatne investicije finansiraju iz emi-

⁹ Potreba posmatranja „novca od dividendi“ i „novca od prodaje akcija“ na različitim, izolovanim „mentalnim računima“ uklapa se i u postavku o *mentalnom računovodstvu*. Detaljnije u: Thaler (1985).

sije novog kola akcija biće visoko osjetljiva na neracionalnosti investitora i netačne cene na finansijskim tržištima. Tako će u periodima pesimizma i potcenjenosti akcija ovakva preduzeća morati da propuste atraktivne investicione projekte (*underinvestment problem*), jer racionalni menadžeri ne žele da ih finansiraju iz skupog akcijskog kapitala koji bi privlačili prodajom potcenjenih akcija.

S obzirom da su investicione i finansijske odluke preduzeća povezane, prilikom determinisanja podesne diskontne stope za obračun neto sadašnje vrednosti - NSV projekata mora se uvažiti stepen u kome su akcije potcenjene/precenjene na tržištu. Tako, recimo, ako su akcije preduzeća potcenjene upotrebom gotovine za otkup akcija umesto za finansiranje investicionih projekata nekada se može kreirati veća vrednost. Stoga u periodu potcenjenosti akcija očekivane novčane tokove projekata treba diskontovati većom diskontnom stopom koja bi uvažila stepen potcenjenosti akcija.

Neracionalnost investitora može uticati na investiciju politiku na još jedan način. Investitori mogu ponekad preceniti vrednost nekih projekata ili ulaganja u pojedine tehnologije¹⁰. To znači da se, osim fokusiranja na izvođenje projekata kojima će maksimizirati fundamentalnu vrednost preduzeća, menadžeri moraju *dodvoravati* i neracionalnim željama investitora i izvoditi neisplative projekte u periodu kada su investitori preterano optimistični, precenjuju preduzeće i veruju da projekti jesu profitabilni. Odbijanje izvođenja neprofitabilnih projekata u doba optimizma i precenjenosti moglo bi oboriti optimizam investitora i time cene akcija preduzeća. Preterani optimizam investitora u doba kada cene akcija prevazilaze fundamentalnu vrednost provocira dakle preterano investiranje preduzeća (*overinvestment*).

Eksterni rast - merdžeri i akvizicije

Hipoteza o dobrom tržišnom tajmingu prisutna je i kod investicionih odluka u domenu eksternog rasta. Merdžeri finansirani razmenom akcija često su motivisani ne percipiranim dobicima od sinergija, već željom da se iskoristi tekuća precenjenost akcija preduzeća kupca. Motiv za integracije može biti i potcenjenost akcija ciljanog preduzeća. Što je precenjenost akcija kupca veća, kupci su spremni da plate više cene za akcije ciljanog preduzeća, a što je potcenjenost ciljanog preduzeća veća, veća je i verovatnoća da će se kupci direktno obratiti akcionarima ciljanog preduzeća sa neprijateljskom ponudom za preuzimanje.

U domenu investicionih odluka o merdžerima i akvizicijama moguće je takođe uočiti *dodvoravanje* željama investitora u pogledu poželjnosti diversifikacije vs. fokusiranja. Iako po mnogo čemu inferiorniji oblik kombinovanja u odnosu na strategijska horizontalna i vertikalna kombinovanja, konglomeratski oblik kombinovanja bio je neracionalno prefereriran od strane investitora u SAD 1960-ih godina; prinos na akcije 13 vodećih konglomerata u periodu od jula 1965. do juna 1986. iznosio je čak 385%, dok je prinos na indeks S&P 425 bio samo 34%. Mnoge transakcije integracija tog vremena bile su vođene naporom menadžera da se dodvore privremenom apetitu investitora za konglomeratima. Nakon obrta u preferencijama investitora, u periodu jul 1968.-jun 1970. prinos na akcije konglomerata iznosio je minus 68%, što je tri puta veći gubitak od gubitaka na S&P 425 (Baker, Ruback, Wur-gler, 2004, str. 18-19). Tako je prekinut period popularnosti konglomeratskih kombinovanja.

Ograničeno racionalni menadžeri u svetu racionalnih investitora i efikasnih tržišta

Racionalni vs. obični menadžeri

Racionalni investitori znaju da menadžeri rade u sopstvenom interesu. Znajući i za asimetriju informacija i agencijske probleme, postavljanjem efikasnog borda direktora, podesnih sistema kompenzacija, delovanjem na tržištu korporativne kontrole i drugim mehanizmima korporativnog upravljanja, racionalni investitori ograničavaju sebičnu racionalnu orijentaciju menadžera. Zauz-dani efikasnim mehanizmima korporativnog upravlja-

¹⁰ Na efikasnim tržištima naziv preduzeća morao bi biti irelevantan. Međutim, poznati su brojni slučajevi promene naziva preduzeća u vreme pomame investitora za pojedinim tehnologijama. „Troniks bum“ krajem 1950-ih i početkom 1960-ih i „dotcom bum“ krajem 1990-ih, predstavljaju veoma slikovite primere dodvoravanja investitorima, a u cilju stvaranja asocijacije sa precenjenom kategorijom akcija. Cooper i dr. (2005) pronalaze krajem 1990-ih abnormalan prinos od čak 74% na akcije preduzeća koja su promenila naziv u smeru asocijacije sa internet sektorom, ali i pozitivan abnormalan prinos od 70% pri promeni naziva u smeru prekida asocijacije sa internet sektorom nakon pucanja internet mehura.

nja menadžeri donose racionalne odluke radeći na maksimiziranju fundamentalne vrednosti preduzeća i, istovremeno, u granicama dozvoljenog, na maksimiziranju sopstvenog blagostanja. Ovakva postavka inače predstavlja sastavni element modernih korporativnih finansija i bihevoristi je prihvataju.¹¹ Bihevoristi se, dakle, ne bave situacijama u kojima menadžeri svesno i sebično preduzimaju radnje u sopstvenom interesu, a protiv interesa akcionara.

Bihevoristi u korporativnim finansijama razmatraju postavku u kojoj menadžeri veruju i misle da prilikom donošenja finansijskih i investicionih odluka rade na maksimiziranju fundamentalne vrednosti preduzeća, ali da, zbog psiholoških zamki, u stvarnosti to ipak ne čine. Verovanja i preferencije menadžera često nisu logična, niti se ta verovanja konvertuju u odluke na konzistentan i racionalan način. Prilikom odlučivanja i oni koriste heuristike. Ovakvo ponašanje menadžera proizvodi bihevorialne troškove, a oni podrivaju kreiranje vrednosti. Bihevorialni troškovi povezani su sa greškama koje menadžeri čine zbog kognitivnih imperfekcija i emotivnih uticaja (Shefrin, 2001, str. 2).

Kako su osnove preferencija Homo ekonomikusa razmotrene u prethodnoj glavi, na ovom mestu elaboriramo još tri vrste psiholoških fenomena koje dovode do ograničene racionalnosti menadžera: 1) pristrasnosti (predrasude, skretanja), 2) heuristike i 3) efekte uokviravanja.

1. Pristrasnosti se odnose na predisponiranost ka greškama, a neki od fenomena koji ih proizvode su: *višak optimizma, prekomerno samopouzdanje, samopotvrđivanje, iluzija kontrole* i sl. U bihevorističkoj literaturi najviše se razmatra preterani optimizam i samopouzdanje menadžera. Iako su ova dva fenomena slična, recimo da se optimizam više odnosi na precenjivanje srednje vrednosti, a višak samopouzdanja na potcenjivanje standardne devijacije nekog ishoda. Uobičajeno preterano optimistični i samopouzdana menadžeri veruju da je njihovo preduzeće potcenjeno, što podstiče preterano investiranje iz internih resursa i preferenciju ka internom naspram eksternog kapitala, posebno naspram ekster-

nog akcijskog kapitala.¹² Više reči o ovim fenomenima biće u narednoj tački rada.

2. Da bi prevazišli probleme ograničenih kapaciteta pažnje, ograničenih mogućnosti procesuiranja informacija i rešavanja kompleksnih problema ljudi se oslanjaju na relativno jednostavna, opšteprihvaćena, nepisana, i ne do kraja proverena pravila, odokativne sudove, dovijanja, mentalne prečice ili heuristike. Neke od njih su *reprezentativnost* (rasuđivanje na bazi stereotipa i analogije), *dostupnost* (rasuđivanje na bazi najdostupnijih informacija) i *usidrenost* (rasuđivanje na bazi prvobitnih procena). Primer heuristika predstavlja, recimo, upotreba multiplikatora (poput P/E, P/S, M/B) za procenu vrednosti preduzeća. I dok su heuristike veoma korisne, one nekada mogu voditi značajnim i sistematskim greškama. Iako je NSV optimalna metoda u slučaju efiksanih tržišta manji broj menadžera je koristi kao primarnu tehniku. Tako je početkom 1960-ih tek svaki četvrti menadžer koristio metode koje uvažavaju vremensku vrednost novca, ali se situacija značajno promenila sa prodorom nauke o korporativnim finansijama u poslovnu praksu. Početkom 1990-ih menadžeri su češće koristili metode koje uvažavaju vremensku vrednost novca nego one koje je ne uvažavaju, ali su inferioriniji metod interne stope prinosa - ISP koristili tri puta češće nego metod NSV, kako bi izbegli kalkulisanje cene kapitala i zato što lakše odlučuju na osnovu relativnih u odnosu na apsolutne pokazatelje (Ivanišević, 2010, str. 193). Studija s početka ovog milenijuma (Graham i Harvey, 2001) takođe otkriva da menadžeri i dalje češće koriste metod ISP (75,61% anketiranih koriste uvek ili gotovo uvek) nego NSV (74,93%), ali i ono što je veoma iznenađujuće - čak 86,19% menadžera uvek ili gotovo uvek koristi jednostavnu metodu običnog i diskontovanog perioda povraćaja. Menadžeri koji koriste metode koje uvažavaju vremensku vrednost novca češće koriste kao diskontnu stopu prosečnu ponderisanu cenu kapitala preduzeća nego projektu podešenu cenu kapitala.

3. Način na koji se problem prezentuje - formulacija problema - utiče na izbor koji će pojedinac učiniti - efekat oblikovanja ili uokviravanja. Ako se odluka uokviri

11 O nedostacima i neefikasnostima mehanizama korporativnog upravljanja moguće je više videti u: Todorović (2010, str. 24-39).

12 Različita istraživanja su pokazala da je čak 2/3 menadžera ubeđeno da su akcije preduzeća potcenjene, dok ih ne više od 10% misli da su precenjene.

u „ram dobitaka“ ljudi će pokazivati poznatu averziju na rizik, dok će u slučaju da se ista odluka uokviri u „ram gubitaka“ pokazivati sklonost ka riziku. Tako recimo, menadžeri pokazuju sklonost da nastavljaju loše projekte. Umesto da likvidiraju projekat koji donosi očigledne gubitke, oni će nastaviti da investiraju u projekat rizikujući dodatne gubitke, a u nadi da će možda pronaći spasonosno rešenje (popularno: „*throw good money after bad*“). Menadžeri, dakle, pokazuju sklonost da se kockaju sa gubicima.¹³

Implikacije preteranog optimizma i viška samopouzdanja menadžera na finansijsku i investicionu politiku preduzeća

Kako stvari stoje, prema bihevoristima, izgleda da psihološki profil CFO ima jači uticaj na investicionu i finansijsku politiku preduzeća nego set formalnih kriterijuma i politika postavljenih od strane upravnog odbora preduzeća. Optimistični, mlađi i finansijski agresivniji CFO koriste više dugova, drže manje gotovine, gotovinskih ekvivalenata i supstituta i umesto internog, organskog rasta preferiraju eksterni rast kroz merđere i akvizicije. Napred je istaknuto preterani optimizam i višak samopouzdanja menadžera su najviše razmatrane psihološke zamke u koje upadaju menadžeri, a na ovom mestu biće razmotrene distorzije koje one mogu proizvesti kako u finansijskoj, tako i u investicionoj politici preduzeća.

Struktura kapitala

Optimistični menadžeri smatraju da su investitori neopravdano previše rezervisani prema preduzeću, te da su tržišne cene akcija preduzeća nerealno niske u poređenju sa dobrim očekivanim performansama preduzeća. Stoga će menadžeri izbegavati privlačenje dodatnog akcijskog kapitala. Pri finansiranju investicionih projekata menadžeri će koristiti interni kapital i ako je neophodno dugove. Menadžeri nikada ne emituju akcije osim ako ne

moraju. Nikada nije zgodan trenutak za emisiju akcija jer su one uvek potcenjene. Ovo su poznati stavovi teorije hijerarhijskog redosleda. Međutim, za razliku od teorije hijerarhijskog redosleda prema kojoj menadžeri izbegavaju da emituju akcije zbog najjačih negativnih efekata informacione asimetrije i najvećih transakcionih troškova privlačenja kapitala, bihevoristi se pozivaju na preveliki optimizam i samopouzdanje menadžera. Osim toga, previše samouvereni menadžeri potcenjuju verovatnoću stečaja, što je drugi uzrok prevelike upotrebe dugova.

Politika dividendi

U domenu politike dividendi, što su menadžeri više optimistični u pogledu očekivanih slobodnih novčanih tokova preduzeća oni će isplaćivati veće dividende. Na drugoj strani, ako preoptimistični menadžeri umišljaju da vide izuzetno atraktivne projekte koje treba da izvedu, i stoga velike potrebe za finansiranjem istih, oni će želiti da saseku dividende kako bi uvećali raspoloživi interni kapital za finansiranje projekata. Stav da se dividendna plaćanja prilagođavaju investicionim potrebama prisutan je takođe u sklopu teorije hijerarhijskog redosleda.

Organski rast - investicioni projekti (capital budgeting)

U domenu investicione politike suviše optimistični menadžeri precenjuju visinu očekivanih novčanih tokova od eksploatacije projekta, a potcenjuju rizik njihovog ostvarenja i visinu kapitalnih izdataka u projekat. Menadžeri će stoga preterano investirati, ulažući i u projekte sa objektivno negativnom neto sadašnjom vrednošću. To je moguće samo u zrelim preduzećima sa visokim pozitivnim slobodnim novčanim tokovima, što se podudara sa poznatim Jensenovim stavom (Jensen, 1986) o uništavanju slobodnih novčanih tokova.¹⁴ Međutim, za razliku od Jensenove agencijske postavke u kojoj menadžeri uništavaju novčane tokove kako bi izvukli privatne koristi kontrole, u bihevorističkoj postavci menadžeri to rade jednostavno zato što su preterano optimistični. Preduzeća koja imaju negativne slobodne novčane tokove izbeći će ova-

13 Jedan od poznatijih primera ovog problema ispoljio se u Sony Corporation pri proizvodnji prvog kolor televizora (videti u: Shefrin, 2001, str. 5-7). Zanimljivo je da iako su istovremeno bili najveći akcionari u preduzeću, menadžeri Sony nisu uspeali da potisnu višak samopouzdanja i averziju na gubitke kada su postupali kao menadžeri.

14 Jensen definiše slobodni novčani tok kao ostatak neto novčanog toga iz poslovne aktivnosti nakon što se u investicionoj aktivnosti obezbedi finansiranje svih projekata sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću.

kve loše investicije. Stoga se može zaključiti da je u situaciji preterano optimističnih menadžera ponekad dobro da u preduzeću ne postoji interni kapital za investiranje, odnosno slobodni novčani tokovi. Preterani optimizam i gordost menadžera, međutim, mogu voditi i problemu nedovoljnog investiranja u preduzećima kojima nedostaju slobodni novčani tokovi. Takvi menadžeri će odbiti finansiranje projekata sa visokom neto sadašnjom vrednošću jer bi za njihovo finansiranje morali emitovati, iz njihove perspektive, potcenjene akcije.

Eksterni rast - merdžeri i akvizicije

Ideja o optimizmu menadžera i višku samopouzdanja vezuje se za Rolla (1986) i njegovu teoriju akvizicija zasnovanu na oholosti menadžera (*Hubris theory of acquisitions*). Roll smatra da menadžeri retko kada mogu da uspešno identifikuju potcenjena ciljana preduzeća, i da su previše optimistični u procenama sinergija i drugih dobitaka od kombinovanja. Oholost menadžera se može protumačiti i kao arogancija menadžera u pokazivanju navodnog talenta, iskustva i preduzetničkog duha koje drugi nemaju. Menadžeri su oholi zato što veruju da bolje mogu da procene vrednost ciljanog preduzeća nego što to radi tržište, odnosno ogroman broj investitora na njemu, i stoga, na kraju, preplaćuju transakciju. Preplaćivanjem menadžeri uništavaju vrednost svojih preduzeća; slikovito se može reći da menadžeri plaćaju u ime i na račun akcionara 2 \$, ono što bi akcionari mogli sami

da kupe za 1 \$. To je posebno prisutno kod preuzimanja kod kojih postoji konkurencija ponuda drugih ponuđača i rat cenama, i gde ponuđača koji ponudi najvišu cenu i pobedi često na kraju čeka „prokletstvo pobednika“ (*winner's curse*). Što su menadžeri više optimistični oni kompletiraju više merdžera i akvizicija i češće ulaze u konglomeratska kombinovanja.

Implikacije na korporativno upravljanje preduzećem

Ne do kraja racionalni menadžeri nastoje da maksimiziraju *percipiranu* fundamentalnu vrednost preduzeća, što može odstupati od maksimiziranja *prave* fundamentalne vrednosti. Stoga je potrebno menadžerima pomoći da suzbiju višak optimizma, preterano samopouzdanje i druge neracionalnosti, i to prvenstveno na bazi jačanja dejstva mehanizama korporativne kontrole. Okvirne aktivnosti na unapređenju procesa odlučivanja date su na šemi koja sledi.

Menadžeri moraju dobro poznavati konsekvence svojih odluka na vrednost preduzeća, a efikasni upravni odbor koji se sastoji od dovoljnog broja nezavisnih članova sa visokom ekspertizom mora biti informisan i involviran u donošenje svih krupnijih odluka. Menadžeri mogu na finansijskim tržištima realizovati vrednost koju su kreirali samo ako dobro komuniciraju sa investicionom publikom. Jačanje obelodanjivanja, podesni medijski nastupi,

Šema 1: Smernice za jačanje racionalnosti menadžera

Adaptirano prema: Damodaran (2009)

redovni informativni sastanci sa investicionim analitičarima, stalno osluškivanje tržišnih reakcija i naponi na povećanju likvidnosti akcija nameću se, stoga, kao imperativ. Važno je i saopštiti krupne odluke preduzeća «jezikom koji prija ušima» investicione javnosti.

Vezivanjem velikog dela kompenzacija za menadžere sa dugoročnim performansama cena akcija preduzeća ostvaruje se cilj da se promene u blagostanju menadžera upare sa promenama u blagostanju akcionara. To se između ostalog može postići nagrađivanjem menadžera opcijama na akcije sa dovoljno visokom strajk cenom. Opcije na akcije su zgodne i zbog još jednog biheviorističkog zapazanja. Kako optimizam menadžera nije moguće direktno meriti u praksi, sagledavanje ponašanja menadžera u korišćenju opcija na akcije može ponuditi solidnu aproksimaciju stepena njihovog optimizma. Optimizam je prisutan ako su opcije postale profitabilne (*in-the-money*) ali ih menadžeri ne koriste jer veruju da cene akcija moraju biti veće. Što je kašnjenje u izvršavanju duže (nekada do samog isteka opcije), to je optimizam veći. Optimizam je najveći kada menadžeri povećavaju učešće u vlasništvu ne na bazi izvršavanja odavno profitabilnih opcija, već na bazi kupovina akcija na tržištu.

Umesto zaključka

Evidentno je da je, za razliku od modernih korporativnih finansija, bihevioristička postavka o korporativnim finansijama u velikoj meri nezaokružena. Umesto zaslužene kritike pojedinih njenih detalja pokušajmo da u zaključnim razmatranjima istanemo neke od njenih dobrih strana.

Kada se nađu u poziciji investitora ili menadžera pojedinci su i dalje obični ljudi sa brojnim neracionalnostima, pre nego Homo ekonomikusi. Kad je primarni izvor neracionalnosti na strani investitora ostvarenje cilja dugoročne maksimizacije vrednosti preduzeća zahteva da se menadžeri pošteđuju od pritisaka kratkoročne maksimizacije cena akcija. Ovakva izolacija menadžera je neophodna da bi se menadžerima obezbedila neophodna fleksibilnost da donose odluke koje mogu biti nepopularne u svetlu tekućih uslova na finansijskom tržištu. Terati menadžere da maksimiziraju cene akcija u svetlu neracionalnih investitora i netačnih cena moglo bi da povredi

dugoročnu fundamentalnu vrednost preduzeća, pa čak i da ugrozi opstanak preduzeća. Ako je, pak, primarni izvor neracionalnosti na menadžerskoj strani potrebno je jačanjem mehanizama korporativnog upravljanja redukovati diskreciju menadžera i primorati menadžere da bolje reaguju na cenovne signale sa finansijskih tržišta.

Kritika neoklasične finansijske teorije i tradicionalnih korporativnih finansija može voditi poželjnom ishodu; izučavanjem bihevioralnih finansija i bihevioralnih korporativnih finansija investitori se mogu edukovati kako da na tržištu iskoriste opisane nepravilnosti. To može doprineti nestanku nepravilnosti, racionalnijem ponašanju investitora i većoj efikasnosti tržišta. S druge strane, prezentovanjem i izučavanjem biheviorističkog pristupa može se pomoći i menadžerima kako bi prilikom donošenja važnih finansijskih i investicionih odluka u manjoj meri zapadali u raznovrsne psihološke zamke.

Literatura

1. Baker, M., Ruback, R., Wurgler, J., (2004a) Behavioral Corporate Finance: A Survey, NBER Working Paper No. W10863, <http://ssrn.com/abstract=612064>, posjećeno 20.12.2010.
2. Baker, M., Wurgler, J. (2002) Market timing and capital structure, *Journal of Finance* 57, 1-32.
3. Baker, M., Wurgler, J. (2004b), A catering theory of dividends, *Journal of Finance* 59, 271-288.
4. Baker, M., Wurgler, J. (2004c), Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives, *Journal of Financial Economics* 73, 271-288.
5. Baltussen, G., (2009) Behavioral Finance: An Introduction, <http://ssrn.com/abstract=1488110>, posjećeno 15.05.2010.
6. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R., (2005) Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
7. Cooper, M., et. al. (2005) Managerial actions in response to a market downturn: valuation effects of name changes in the dot.com decline, *Journal of Corporate Finance* vol.11, no. 1-2, 319-335.
8. Damodaran (2009), Internet stranica: <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2009/07/behavioral-corporate-finance-1.html>, posjećeno 14.04.2011.
9. De Bondt, W., Thaler, R., (1985) Does the Stock Market Overreact, *Journal of Finance*, vol. 40, no. 3, July.
10. Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25 (2).
11. Graham, J., Harvey, C., (2001) The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
12. Grossman, S., Stiglitz, J., (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 70.

13. Henderson, B., Jegadeesh, N., Weisbach, M., (2004) World markets for raising new capital, <http://ssrn.com/abstract=486229>, posećeno 14.04.2011.
14. Kahneman, D., Tversky, A., (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, XLVII.
15. Ivanišević, M., (2010) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu.
16. Malkeil, B.G., (2007), *A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy*, Norton & Company, 9th edition.
17. Ritter, J.R., (2003) Behavioral Finance, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4).
18. Samuelson, P., (1965) Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review*, 6:2, Spring.
19. Shefrin, H., (2001) Behavioral Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3.
20. Shefrin, H., Statman, M., (1985) The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *Journal of Finance*, vol. XL, 3, July.
21. Shiller, R. J., (1987) Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence, NBER Working Paper Series, Vol. w2446, <http://ssrn.com/abstract=227115>
22. Thaler, R. H., (1999) The End of Behavioral Finance, *Financial Analysts Journal* 56(6).
23. Thaler, R. H., Johnson, E. J., (1990) Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science*, Vol. 36, No. 6, <http://ssrn.com/abstract=1424076>
24. Thaler, R., (1985) Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science*, Vol. 4, No. 3, Summer.
25. Todorović, M. (2010) Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Ekonomski fakultet u Beogradu.
26. Tversky, A., Kahneman, D., (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk & Uncertainty*, 5.

Miroslav Todorović

Diplomirao je, magistrirao i doktorirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Dobitnik je nagrade Privredne komore Beograda za najbolju doktorsku disertaciju u 2005/2006 godini.

Zaposlen je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu gde predaje predmete Poslovne finansije i Finansijsko prestrukturiranje preduzeća na osnovnim studijama i Strategijske finansije i Specifični problemi poslovnih finansija na master studijama. Predavač je i na međunarodnom master kursu HEC Pariz i kursevima za sticanje zvanja Portfolio menadžera i Investicionog savetnika. Član je Upravnog odbora i predsednik Odbora za reviziju Komercijalne banke Beograd.