

КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ ФИНАНСИЈАМА И (НЕ)РАЦИОНАЛНОСТ МЕНАџЕРА

АХМЕДИН ЛЕКПЕК

Државни универзитет у Новом Пазару
Департман за економске науке
Бука Карацића бб, Нови Пазар, Србија
alekpek@np.ac.rs

САЖЕТАК: Циљ рада је да се анализира како менаџери, које одликују оптимизам и претерано самопоуздање, као облици пристрасности и нерационалности, управљају корпоративним финансијама. Претпоставка савршене економске рационалности просечног човека, од које су полазили заступници традиционалистичких економских гледишта, показала се неутемељеном у пракси и одбачена је од стране савремене економске науке. Ограничена рационалност и одсуство рационалности приликом доношења економских одлука од стране просечног човека прихваћени су као реалне појаве. Доведена је у питање и теза по којој су менаџери рационалнији од просечних људи. Нерационалност се може јавити у различитим облицима. У овом раду се обрађују два облика нерационалности: оптимизам и претерано самопоуздање, као и фактори који утичу на њихов ниво. Сагледано је на који начин оптимизам и претерано самопоуздање менаџера утичу на профилисање политика инвестирања, финансирања и исплате дивиденди. Такође, представљени су и фактори контроле деловања пристрасних менаџера. Резултати анализе релевантне литературе показују да се пристрасни менаџери углавном ослањају на интерне и краткорочне екстерне изворе финансирања, инвестирају знатно више и уз преузимање већих ризика у односу на просечне менаџере, и углавном воде резидуалну дивидендну политику.

КЉУЧНЕ РЕЧИ: корпоративне финансије, структура капитала, рационалност, оптимизам, претерано самопоуздање, пристрасност

ЈЕЛ КЛАСИФИКАЦИЈА: G3, G4

Финансијски теоретичари су приликом конципирања својих теорија, по правилу, полазили од претпоставке да је просечан човек савршено рационално биће, да ефикасно обрађује и користи доступне информације и понаша се у складу са принципима теорије корисности [према: Bloomfield 2010: 23]. Према овом виђењу човека, он је вођен искључиво сопственим интересима, склоности су му стабилне и непроменљиве, а способност избора најкорисније алтернативе неупитна [према: The Oxford Dictionary of Philosophy, 2008]. Концепт човека који испуњава наведене стандарде у теорији познат је као хомо економикус (homo economicus). Као креатори овог концепта помињу се Адам Смит, Џон Стјуарт Мил и Вилфредо Парето [O'Boyle 2007: 321–322]. Међутим, стваран просечан човек, по својим одликама и понашању веома се разликује од хомо економикуса, јер је он склон грешкама и често вођен емоцијама, а не разумом [према: Bloomfield 2010: 23]. Сходно томе, упитна је релевантност економских модела заснованих на претпоставци постојања хомо економикуса, па самим тим и релевантност предвиђања до којих се долази коришћењем ових модела [Thaler 2015: 4].

Током последњих неколико деценија све значајније место у економском научном простору заузимају економисти који традиционалистичка економска схватања, по којима не постоји разлика између нормативних и позитивних економских модела [Thaler 1980: 39], одбацују као научно неутемељена. Њихов став је да јасна разлика између хомо економикуса и стварног човека (хомо сапиенса) не само да постоји, већ је и те како релевантна. У прилог томе говори и нобеловац Ричард Талер (Richard Thaler), који је указао да екони (како он назива хомо економикусе) и људи нису потпуно иста врста, јер да јесу, способност економских теоретичара да предвиди економско понашање и упозори на опасност скорог наступања економских криза била би далеко већа него што је то тренутно случај [Thaler 2015]. Иако је човек рационално биће, његови поступци често не одговарају стандардима рационалног понашања. У прилог томе говоре и истраживања још једног добитника Нобелове награде за економију, Данијела Канемана (Daniel Kahneman), који наводи да се људско размишљање и деловање одвија под утицајем два система људског ума: систем 1, за који је карактеристично брзо, интуитивно и аутоматизовано одлучивање, и систем 2, који процес одлучивања успорава, али зато доприноси доношењу промишљених одлука [Kahneman 2011].

Полазећи од наведених чињеница, у овом раду ће се анализирати утицај рационалности менаџера предузећа на формулисање, имплементацију и резултате корпоративне финансијске политике, фокусирајући се притом на оптимизам и претерано самопоуздање менаџера, као облике нерационалног размишљања.

КРАТАК ПРИКАЗ КОНЦЕПАТА ОПТИМИЗМА И ПРЕТЕРАНОГ САМОПОУЗДАЊА

Најзначајнији облици пристрасности који доводе до необјективног и нерационалног одлучивања и деловања менаџера су оптимизам и пре-

терано самопоуздање. Иако често делују у истом смеру, подстичући људе да маштају и занемарују стварно стање ствари, ови појмови се ипак разликују [Heger and Parageorge 2018: 178]. Оптимизам представља убеђење индивидуе да је вероватноћа остварења позитивних догађаја и успешне реализације планираних активности натпросечна [према: Baker and Wur-gler 2013: 52]. У питању је особина личности [Hackbarth 2009: 333] да се прецењује могућност остварења финансијског успеха и жељених исхода, независно од ега или раније остварених резултата [Heger and Parageorge 2018: 178].

Ако се оптимизам може посматрати као прецењивање вероватноће остварења жељених исхода у односу на просек, претерано самопоуздање представља потцењивање вероватноће да ће стварни исходи одступати од жељених [Baker et al. 2007: 35]. Претерано самопоуздање дефинише се као склоност ка прецењивању сопственог знања, способности и прецизности информација којима располажемо [Florysiak and Heizer 2017: 2]. За разлику од оптимизма, претерано самопоуздање се директно базира на егу и достигнућима индивидуе [Heger and Parageorge 2018: 178] и на његов ниво значајно утиче окружење [Hackbarth 2009: 333].

У литератури се наводе три основна облика претераног самопоуздања [Moore and Healy 2008: 502]: 1) прецењивање сопствених способности, резултата, контроле и вероватноће успеха, 2) сматрање себе бољим од других и 3) прецењивање исправности сопствених убеђења. Чак и онда када су пракса и здрав разум супротстављени њиховим проценама и уверењима, претерано самоуверене особе нису спремне да их се одрекну. Ова појава у литератури позната је као *илузија валидности* [Kahneman and Tversky 1973: 249]. Такође, истраживања [Kahneman and Tversky 1984] показују да и просечан човек даје несразмерно велики значај релативно малом помаку на скали вероватноће, од немогућности до мале могућности остварења жељеног исхода предузете активности, и спреман је да се у такве високоризичне активности упусти. Ипак, за разлику од оних које карактерише оптимизам и претерано самопоуздање, просечног човека чак и мала вероватноћа остварења неуспеха може одвратити од улагања [деталније у: Kahneman and Tversky 1984].

ОПТИМИЗАМ И ПРЕТЕРАНО САМОПОУЗДАЊЕ МЕНАџЕРА

Просечном човеку врло често недостаје неопходно знање и искуство за ваљану процену вероватноће успешне реализације сопствених активности, па је самим тим снажно присуство пристрасности у процесу одлучивања очекивано. Од професионалних менаџера, очекује се пак, сасвим супротно. Сходно стручности и искуству које поседују, њихова очекивања и процене финансијског успеха и тржишне позиције предузећа којим управљају би морале бити објективне и непристрасне [Florysiak and Heizer 2017: 2].

Ипак, пракса је другачија, те професионални менаџери често показују виши ниво пристрасности у одлучивању него просечан човек [Florysiak

and Heizer 2017: 3]. Менаџери се у односу на остале запослене, осим по знању и искуству, издвајају и по склоности да прецењују сопствене могућности и очекивану вредност предузећа [Koudstaal et al. 2015: 21]. У томе предњаче оптимистични и претерано самопоуздани менаџери, који константно прецењују вероватноћу остварења пословног успеха и потцењују могућност да њихово предузеће западне у пословне проблеме или банкротира [Heaton 2002: 33; Fairchild 2005: 19]. Самим тим, менаџери овог психолошког профила показују висок ниво спремности за преузимање ризика [Baker et al. 2007: 35], амбициозности, истрајности и решености [Bernoster et al. 2018: 3]. Такође, они се препознају и по стилу излагања пословних резултата и перспектива предузећа, где показују оптимизам неутемељен на „садашњим перформансама, будућим перформансама и стратешким подстицајима” [Davis et al. 2015: 639].

На оптимизам и самопоуздање менаџера утиче више фактора. Један од њих је доминантна култура у социјалном окружењу у којем менаџер делује. Истраживања су показала да је знатно виши ниво оптимистичности и самопоуздања код менаџера у земљама у којима доминира култура индивидуализма [Antonczyk and Salzmann 2014: 133]. У прилог томе говори и чињеница да је америчко друштво, у којем доминира култура индивидуализма, изнедрило менаџере који по свом оптимизму, самопоуздању и спремности на ризик предњаче у односу на колеге из других земаља [Graham et al. 2013: 119]. С друге стране, постоје истраживања која показују да су и за појединце који потичу из колективистичких друштава, попут азијских, такође карактеристични пристрасност у одлучивању, претерано самопоуздање и спремност на коцкање приликом инвестирања [Kim and Nofsinger 2008: 2]. На крају, истини су вероватно најближи резултати истраживања [попут Moore et al. 2018] према којима је тешко прецизно утврдити стваран утицај културе на интензитет самопоуздања њених припадника.

Други фактор је религиозност и конзервативизам менаџера. Религиозни менаџери показују умереније самопоуздање и конзервативнији су у свом деловању и предвиђањима од менаџера који нису религиозни [Ma et al. 2019: 4]. Конзервативизам и претерано самопоуздање су снажно негативно корелисани [Ahmed and Duellman 2013: 28], па је стога, независно од религиозности, очекивано да конзервативни појединци буду умерено самопоуздани. Религиозност, такође, подстиче менаџере да своје пословне активности спровode у складу с циљем максимирања вредности предузећа, спречавајући их да расипају новац предузећа, упуштају се у нелегалне активности, попут утаје пореза и лажирања финансијских извештаја, и обезбеђују себи бенефите на штету предузећа [Ma et al. 2019: 4, 18].

Трећи фактор су приватна и пословна искуства менаџера. Менаџери који су у раној доби свог живота били сведоци великих финансијских криза и озбиљних економских последица које су оне изазвале показују већи ниво пословног конзервативизма за разлику од менаџера који су имали ратно искуство и склони су вођењу агресивније пословне политике [Malmendier et al. 2010: 30]. Што се пословних искустава тиче, менаџери

који су током каријере били ангажовани у сектору предузећа који се бави финансијама и рачуноводством, углавном су конзервативнији од оних у чијој биографији ова референца не постоји, па су често менаџери из постојеће категорије ангажовани у брзорастућим компанијама, које захтевају већу спремност на преузимање ризика [према: Graham et al. 2013: 111, 116]. Такође, чак и менаџери које је на почетку каријере одликовала објективност и непристрасност, могу након оствареног пословног успеха постати претерано самопоуздани [Baker et al. 2007: 35].

Четврти фактор је перспектива посматрања пословног окружења, сопствене улоге и могућности. Менаџери своје самопоуздање базирају на уверењу да су бољи од других. Међутим, приликом дефинисања „других”, менаџери полазе од прилично апстрактног просека и избегавају да се директно пореде са конкретним конкурентским менаџерима [према: Malmendier and Tate 2005: 651], због чега се објективност поређења и релевантност добијених закључака доводи у питање. Поред тога, менаџери су склонији оптимизму у вези догађаја који треба да се десе у даљој будућности [Scott Asay 2018: 12] и активности за које сматрају да су под њиховом контролом и којима су веома посвећени [Malmendier and Tate 2005: 651].

УТИЦАЈ ПРИСТРАСНОСТИ МЕНАѢРА НА УПРАВЉАЊЕ ФИНАНСИЈАМА У ПРЕДУЗЕЋУ

Пристрасност менаџера подједнако утиче на политику финансирања и политику инвестирања предузећа. Приликом креирања политике финансирања, главни задатак менаџера је креирање адекватне структуре извора финансирања, који могу бити сопствени и позајмлени. Неопходни капитал треба прикупити у одговарајућем износу и по прихватљивој цени. Циљ је направити комбинацију сопствених и туђих извора финансирања која ће довести до максимирања цене акција, а која је у теорији позната као оптимална структура капитала [Besley and Brigham 2014: 192]. Питање оптималне структуре капитала тема је бројних теорија, од којих су се издвојиле четири:

1) *теорија релеванћности сћрукћуре капиталa* [Modigliani and Miller 1958], према којој структура капитала не утиче на тржишну вредност предузећа;

2) *теорија усћућака* [Kraus, and Litzenberger 1973], према којој је оптимални ниво задужености онај који уравнотежује пореске уштеде остварене задуживањем и трошкове банкротства, који расту услед раста задужености предузећа;

3) *теорија сћнализирања* [Leland and Pyle 1977; Ross 1977], према којој, у условима асиметричне информисаности менаџера и инвеститора, менаџери одлуком да прикупе додатна финансијска средства из позајмлених, а не сопствених извора (емисијом и продајом обичних акција), показују да верују у пословни успех финансираних пројеката и не желе да деле бенефите тог успеха са инвеститорима;

4) *теорија хијерархије струкутуре капијала* [Myers and Majluf 1984], према којој се менаџери примарно одлучују за интерно финансирање, па тек потом за задуживање, док је екстерни сопствени капитал најмање пожељан извор финансирања.

Теорије које говоре о могућностима креирања оптималне структуре капитала углавном полазе од претпоставке да се управљањем финансијама баве рационални појединци истоветних убеђења, услед чега оне занемарују битне факторе који одређују финансијску политику [Wang et al. 2013: 332]. Процес структурирања и буџетирања капитала је изузетно комплексан, на резултате тог процеса се дуго чека и он пружа ограничене могућности учења и давања прецизне повратне информације о његовом крајњем исходу [према: Gervais et al. 2002: 4]. Такође, њиме, као што је већ речено, често управљају пристрасни менаџери, чија се убеђења битно разликују од убеђења просечних, конзервативнијих менаџера.

За претерано самопоуздане менаџере је карактеристично да прецењују шансе за пословни успех предузећа којим управљају, као и износе будућих новчаних токова [Malmendier et al. 2010: 30]. Они сматрају да тржиште потцењује вредност њиховог предузећа и да су екстерни извори финансирања превише скупи [Deshmukh et al. 2013: 462]. Стога се примарно одлучују за интерно финансирање, други избор је финансирање задуживањем, док екстерни сопствени капитал сматрају најмање пожељним извором финансирања [Malmendier et al. 2010: 30]. Једноставно, овај тип менаџера користи екстерне сопствене изворе финансирања само ако нема другог избора [Baker et al. 2007: 38]. Притом, менаџери који су у раној животној доби искусили тешке последице економских депресија, још теже се одлучују на екстерно финансирање, док су менаџери са војним искуством склони вођењу агресивније пословне политике и већем задуживању [Malmendier et al. 2010: 30].

Истраживања, такође, показују да предузећа која воде пристрасни менаџери одликује виши ниво ризика несолвентности и неликвидности, али и нижи трошкови капитала него у случају предузећа која воде конзервативни менаџери [Meier and Esmatyar 2016: 130]. Разлог томе је што су пристрасни менаџери склони јефтинијем, али ризичнијем, краткорочном задуживању, док се конзервативни менаџери пре одлучују за скупље, али мање ризично дугорочно задуживање [према: Baker and Wurgler 2013: 70]. У условима изражене асиметричне информисаности менаџера и одбора директора, менаџери могу устрајати у коришћењу овог, за предузеће штетног начина финансирања [Fairchild 2005: 20].

И док пристрасност менаџера утиче на избор облика финансирања, доступност и цена капитала имају повратан утицај на оптимизам менаџера. Наиме, доступност јефтиног капитала појачава оптимизам менаџера јер олакшава финансирање њихових амбициозних пројеката [Baker and Wurgler 2013: 36]. Допринос оптимизму менаџера могу дати и банке, нарочито ако су и саме вођене оптимистичним менаџерима, који су често спремни да релаксирају кредитне услове када кредитирају амбициозне и иновативне пројекте [Bui et al. 2017: 31–32].

Структурирањем капитала према својим преференцијама, пристрасни менаџери обликују и дивидендну политику. С обзиром на то да преферирају финансирање из интерних извора капитала, претерано самопоуздани и оптимистични менаџери се углавном одлучују за вођење резидуалне дивидендне политике. Ова политика налаже да предузеће задржи већи део оствареног профита како би задовољило инвестиционе потребе [деталније у: Besley and Brigham 2014: 228–229]. Самим тим, уколико менаџер процени да ће предузеће у блиској будућности имати бројна инвестициона улагања одлучиће или да смањи или да не исплати дивиденде, како би инвестиционе потребе предузећа могао финансирати из интерних извора [Baker et al. 2007: 39; Deshmukh et al. 2013: 441]. Повећање дивиденди је, пак, могуће једино ако се процени да ће пројекти чија је реализација у току, донети у будућности високе износе новчаних токова [Baker et al. 2007: 38–39; Deshmukh et al. 2013: 441]. Примена резидуалне дивидендне политике води флукуацији износа дивиденди, због чега ће инвеститори који желе стабилне дивиденде захтевати већу стопу приноса на уложени капитал, што ће на крају резултовати смањењем тржишне цене акција [Besley and Brigham 2014: 229].

На основу описане праксе, могуће је сагледати у којој мери су претпоставке наведених теорија о оптималној структури капитала потврђене у пракси. Претпоставке теорије хијерархије структуре капитала су у случају предузећа којим управљају пристрасни менаџери у потпуности потврђене. Исти закључак може се извести и кад је у питању теорија сигнализирања. С друге стране, пристрасни менаџери приликом вођења политике финансирања углавном занемарују принципе теорије уступака. Краткорочно задуживање, на које се они ослањају, доводи до смањења трошкова капитала, али раст ризика и повећање трошкова банкротства, који прате претерано краткорочно задуживање, могу у потпуности неутралисати позитивне ефекте овог начина финансирања. На крају, претпоставке теорије ирелевантности структуре капитала, која говори о савршено информисаним и рационалним менаџерима, чији избор структуре капитала неће утицати на вредност предузећа, показале су се неодрживим у пракси.

Када говоримо о одликама инвестиционе политике пристрасних менаџера, неопходно је анализирати начин на који они управљају личним инвестицијама и инвестицијама предузећа. Пристрасност менаџера директно утиче на њихову одлуку о извршењу опција на акције предузећа које воде [Sen and Tumarlin 2009: 23]. Истраживања показују да претерано самопоуздани менаџери одлажу извршење опција на акције, чак и када су добитне, верујући у будући раст вредности предузећа [Malmendier and Tate 2005: 652]. Друго важно обележје њиховог управљања личним финансијама је натпросечно инвестирање у предузећа којима управљају [Deshmukh et al. 2013: 440].

С друге стране, предузећа којима управљају менаџери овог психолошког профила воде инвестициону политику која се од инвестиционе политике предузећа која воде конзервативни менаџери разликује по следећем:

- 1) укупно инвестирање је у просеку веће [Chen and Lin 2013: 44],
- 2) чешће се врше аквизиције [Graham et al. 2013: 114] и вероватноћа реализације неповољне аквизиције је већа [Malmendier and Tate 2008: 20],
- 3) инвестирање у иновативне пројекте је у просеку веће [Hirshleifer et al. 2012: 1494],
- 4) неретко се одустаје од инвестирања у пројекте са позитивном нето садашњом вредношћу, уколико интерни извори финансирања нису довољни, већ је потребно ангажовати екстерне изворе, које пристрасни менаџери често сматрају превише скупим [према: Heaton 2002: 35],
- 5) често се, услед прецењивања очекиване стопе раста зараде и износа новчаних токова, врши погрешна процена исплативости пројеката и инвестира се у пројекте чија је реална нето садашња вредност негативна [према: Wang et al. 2013: 332],
- 6) финансијска подршка друштвено одговорним активностима у просеку је мања, јер се оне перципирају као штетне за финансијски положај предузећа, нарочито у ситуацији када је приступ изворима финансирања значајно ограничен [Park et al. 2020: 11].

Наведене разлике могу бити значајно ублажене уколико се менаџерима одузме дискреција у управљању слободним новчаним токовима. „Слободни новчани токови су вишак новчаних токова који преостаје након финансирања свих пројеката који имају позитивну нето садашњу вредност, утврђену дисконтовањем адекватним износом трошкова капитала” [Jensen 1986: 323]. Њихово постојање значи да преостале инвестиционе прилике не доносе принос који власници очекују, па стога расположиву готовину треба исплатити акционарима у виду дивиденди [Besley and Brigham 2014: 227]. Међутим, као што је потенцирано, пристрасни менаџери често другачије перципирају расположиве инвестиционе прилике. Зато, уколико имају потпуну контролу над слободним новчаним токовима, они се могу одлучити и за улагање у пројекте са негативном нето садашњом вредношћу, верујући да знају оно што други не знају [према: Heaton 2002: 35].

Коришћење слободних новчаних токова за исплату дивиденди доводи до смањења финансијских средстава која су под контролом менаџера, па самим тим и смањења моћи менаџера у предузећу, и приморава их да потребна финансијска средства потраже на финансијским тржиштима, услед чега менаџери долазе под контролу финансијских тржишта [Jensen 1986: 323]. На тај начин, пристрасни менаџери се додатно дисциплинују, јер да би редовно измиривали преузете, углавном фиксне финансијске обавезе, морају бити веома опрезни при избору пројектних прилика. Улагање у неперформансне пројекте угрозило би солвентност предузећа, а самим тим и позицију менаџера у предузећу. Стога, одговорно задуживање може бити ефикасно средство за „смањење агенцијских трошкова слободних новчаних токова, смањујући новчане токове расположиве за трошење у дискрецији менаџера” [Jensen 1986: 324]. С друге стране, постоји могућност и да, услед ригидности одбора директора и њихове погрешне

процене, ниво инвестиција опадне испод оптималног, што такође доводи до редуције вредности предузећа и користи за акционаре [према: Heaton 2002: 34–35].

Не треба занемарити ни чињеницу да акционари нису хомогена група и да међу њима постоје и они чија је аверзија према ризику нижа него и код менаџера. То су акционари који поседују диверсификован портфолио, због чега им неуспех конкретног предузећа, чије акције поседују, не би значајно угрозио финансијски положај. Зато опрезност менаџера приликом одлучивања о улагању у конкретан пројекат акционари овог типа не сматрају пожељном. Предуго одлагање почетка реализације потенцијално атрактивних пројеката, као последица опреза менаџера, с њиховог аспекта далеко је од оптималне одлуке [према: Gervais et al. 2002: 26].

ФАКТОРИ ДИСЦИПЛИНОВАЊА ПРИСТРАСНИХ МЕНАѢРА

Пристрасни менаџери у значајној мери могу бити дисциплиновани деловањем одбора директора, тржишта и регулаторних органа. Одбор директора има овлашћење да поставља и смењује менаџере у предузећу, сходно оствареним пословним резултатима. Одбор треба да усмерава деловање менаџера према интересима власника предузећа и остварењу циља максимирања вредности предузећа [према: Besley and Brigham 2014: 7]. Међутим, интереси власника и менаџера некада могу бити у колизији и у тој ситуацији одбор директора се мора ангажовати на решавању овог проблема, у теорији познатог као агенцијски проблем, кроз инструменте надгледања, кажњавања и награђивања менаџера [Meckling and Jensen 1976]. Да би се ускладили циљеви власника и менаџера, користе се разни подстицајни инструменти за менаџере, попут раста плате, бонуса, добијања бесплатних акција или опција на акције, на које менаџер остварује право уколико предузеће реализује постављене пословне циљеве [деталније у: Brealey et al. 2008: 16].

С друге стране, традиционални инструменти подстицаја неће бити подједнако ефикасни у усмеравању деловања претерано самопоузданих и оптимистичних менаџера [Malmendier et al. 2010: 31]. Њих није потребно додатно подстицати да делују у правцу максимирања вредности предузећа, јер је то циљ који су они сами себи већ поставили [Malmendier and Tate 2005: 655]. Такође, они улажу далеко више напора у остварење поменутог циља него просечни менаџери, јер често прецењују ефекте тих напора [Gervais et al. 2002: 1]. Оптимистични менаџери су предузећу корисни и зато што привлаче и запошљавају оптимисте, који често остварују натпросечне резултате, нарочито ако им се пружи прилика за значајнији ангажман у предузећу [Medlin and Green 2009: 952]. Дакле, предузећима је далеко једноставније и јефтиније да ангажују претерано самопоуздане и оптимистичне менаџере, него да давањем скупих пакета подстицаја купују лојалност и посвећеност просечног менаџера [према: Gervais et al. 2002: 2, 26].

На основу свега наведеног, могло би се закључити да постоји једноставна алтернатива комплексном механизму нагледања менаџера од стране одбора директора, у виду ангажовања менаџера који прецењују сопствене могућности и шансе за успех, чиме би био решен агенцијски проблем и елиминисани високи трошкови његовог ублажавања. Ипак, истраживања показују другачију стварност, у којој претерано самопоуздани менаџери имају знатно веће шансе за добијање отказа него просечни менаџери [према: Campbell et al. 2011: 696]. За њих је карактеристично да остварују изузетно добре пословне резултате, али им, такође, ни изузетно лоши пословни резултати нису непознаница [Baker et al. 2007: 35]. Они, заслепљени вером у своје могућности и успешан исход својих активности, често не одустају од пројеката у чији су успех убеђени, иако стварност показује њихову штетност по предузеће [према: Malmendier and Tate 2005: 655].

Наведени екстреми су главни разлог опреза одбора директора према овом типу менаџера и повод за креирање механизма надгледања и контроле њиховог деловања, који су у овом случају примеренији него механизми подстицаја. Једна од могућности, која је раније наведена, јесте смањење дискреције у располагању новчаним токовима. То се постиже исплаћивањем готовинских дивиденди и спречавањем претераног задуживања [Malmendier et al. 2010: 31]. Ефикасност контроле може се унапредити уколико се спроводи и екстерно надгледање менаџерских активности [Ahmed and Duellman 2013: 7]. Одбори директора су понекад наклоњени менаџерима, што умањује њихову способност објективне процене менаџерског рада, па је неопходно ангажовање спољних, независних директора [деталније у: Brealey et al. 2008: 17]. Нерационална оптимистичност менаџерских предвиђања може бити ублажена и захтевом да менаџери дају прецизне, тачне и благовремене информације о планираним и започетим пројектима [Scott Asay 2018: 12]. Не треба заборавити и то да оптимистичне пословне прогнозе менаџера некада нису плод њихове личне вере у успех, већ покушај манипулације. Циљеви који се тиме желе постићи су утицање на цену акција предузећа, јачања сопствене позиције у предузећу и лично профитирање од раста тржишне вредности предузећа, што иако дугорочно неodrживо, у кратком року може донети корист менаџерима и штету предузећу и инвеститорима, чега одбор директора треба и те како да буде свестан [према: Lin et al. 2005: 530].

Ипак, политика обуздавања менаџерског оптимизма и претераног самопоуздања се не може на исти начин и у истом облику спроводити у свим предузећима. У компанијама које бележе високе стопе раста, висок степен поверења менаџера у сопствене могућности и могућности предузећа, као и спремност на преузимање ризика, су и те како пожељни [према: Graham et al. 2013: 116]. Такође, треба бити свестан да и пословни конзервативизам има своју цену. Она се огледа, превасходно, у трошковима надгледања и контроле претерано самопоузданих менаџера, али и пропуштеној добити од потенцијално уносних пројеката који се прерано окончавају, јер у првим годинама реализације остварују негативне новчане токове [Ahmed and Duellman 2013: 7]. Стога, ангажовање конзервативних

менаџера или наметање конзервативне пословне политике не могу се априори сматрати рационалним деловањем одбора директора. Штавише, истраживања показују да одређени ниво пристрасности менаџера може и те како довести до доношења разумних одлука [Puri and Robinson 2007: 97] и не може се унапред означити штетним по интересе предузећа [Fairchild 2005: 20]. Стога, у предузећу треба креирати систем пословања који би пре искористио него обуздавао пристрасност менаџера [Heaton 2002: 34].

Тржиште дисциплинује пристрасне менаџере јер се на њему формира цена акција предузећа, као и цена по којој се предузеће може задуживати. Уколико пристрасност менаџера доведе до лоших пословних одлука и незадовољавајућих перформанси предузећа, вредност предузећа ће опадати, па ће услед тога позиција менаџера у предузећу постати неodrжива. На информационо ефикасним тржиштима, цена акција се неће формирати само под утицајем информација које говоре о постојећем стању предузећа, већ битан утицај имају и информације о дугорочној пословној перспективи предузећа. У томе важну улогу имају независни аналитичари, који врше процену пословне будућности предузећа. Истраживања доказују велики утицај процена кредибилних аналитичара на понашање инвеститора и тржишна кретања, с тим што оне, уколико су претерано оптимистичне, могу подстаћи нерационално понашање тржишних актера и кризу на тржишту [Cho and Kim 2019: 336]. Интересантне тврдње су изнете у појединим истраживањима [видети: Sedor 2002], да независни аналитичари, од којих се очекује непристрасност, могу бити „заражени” оптимизмом менаџера предузећа чије пословне изгледе процењују. Наиме, пре него што дају процену, аналитичари разговарају са менаџерима предузећа, који им излажу пословне планове и рокове за њихово остварење. Уколико те планове излажу менаџери високог нивоа самопоуздања и оптимизма, они могу убедити аналитичаре да су пословне перспективе њиховог предузећа добре, чак и ако је у питању предузеће које је до сада послоvalo са губитком. Притом, приказани планови морају бити припремљени у облику убедљивих сценарија и роком реализације који менаџерима пружа довољно времена да планове спроведу и пословање учине профитабилним [деталније у: Sedor 2002]. Безрезервно поверење у информациону ефикасност тржишта није препоручљиво и због чињенице да тржишна цена не одражава став свих инвеститора заинтересованих за конкретну акцију. Прецизније, став инвеститора који очекују пад цена акција неког предузећа и кога прописи ограничавају да своја очекивања преточе у тржишну активност (кроз, на пример, кратку продају акција) није уграђен у цену акција тог предузећа [Hong and Stein 2003: 487].

На крају, пристрасне менаџере дисциплинују и регулаторни прописи и органи који их спроводе, бринући о интересима садашњих и потенцијалних инвеститора, интересима државе, пословних партнера предузећа и запослених [према: Besley and Brigham 2014: 12]. Ефикасност правног система има снажан утицај на структуру финансијских инструмената којима се тргује на конкретном финансијском тржишту и, самим тим, спремност инвеститора на ризик. Наиме, уколико постоји адекватна правна

заштита инвеститора, они су спремнији да улажу у акције, и тиме се изложе ризику пословног неуспеха предузећа и нерационалног понашања менаџера, него у обвезнице предузећа, што није случај у системима где је правна заштита инвеститора слаба [Antonczyk and Salzman 2014: 137].

ЗАКЉУЧАК

Савремени економски модели, за разлику од традиционалистичких, засновани су на претпоставци ограничене рационалности просечног човека. Такође, истраживања су показала да менаџери, без обзира на висок ниво њиховог знања и искуства, не показују виши ниво рационалности у односу на просечног човека. Штавише, знање и искуство које менаџери поседују подстиче раст њиховог самопоуздања и оптимистичности, што често резултира смањењем њихове рационалности. Код менаџера се нерационалност углавном испољава у виду претераног самопоуздања и оптимистичности. Фактори који утичу на ниво оптимизма и самопоуздања менаџера су култура из које потиче, његова религиозност и конзервативизам, искуства из приватног и пословног живота и начин на који менаџери перципирају себе и своје окружење.

Рационалност менаџерских одлука утиче на све аспекте управљања предузећем, с тим што је од посебног значаја њихов утицај на вођење ефикасне корпоративне финансијске политике, састављене из три сегмента: политике инвестирања, политике финансирања и дивидендне политике.

Менаџери које одликује пристрасност у одлучивању, углавном сматрају да тржиште није свесно пословних потенцијала предузећа која воде и да је стога њихова тржишна вредност потцењена, а извори екстерног финансирања неоправдано скупи. Из тог разлога, менаџери овог типа преферирају интерне изворе финансирања, док се у случају нужде пре одлучују за краткорочне него дугорочне екстерне изворе финансирања, превасходно полазећи од њихове цене. У кратком року ова политика омогућава ослањање на јефтине екстерне изворе финансирања, али дугорочно доводи у опасност ликвидност и солвентност предузећа.

Кад је у питању политика инвестирања, оптимизам и претерано самопоуздање могу подстаћи менаџере на натпросечно велика улагања, често у ризичне пројекте, од којих поједини имају негативну нето садашњу вредност. Разлог за управљање инвестицијама на овакав, нерационалан начин је став менаџера овог психолошког профила да тржиште и јавност потцењују финансијске користи које ови пројекти предузећу могу донети и да је нето садашња вредност ових пројеката према њиховим проценама позитивна. С друге стране, пристрасним менаџерима није страна ни да одбаце пројекте са позитивном нето садашњом вредношћу уколико је за њихово финансирање неопходно користити екстерне изворе финансирања.

На одабир модела дивидендне политике од стране пристрасних менаџера, кључни утицај има њихово преферирање интерних извора финансирања. Одлука о исплати дивиденди и њиховој висини у потпуности је условљена атрактивношћу инвестиционих прилика које предузећу

стоје на располагању. Сходно томе, пристрасни менаџери углавном воде резидуалну дивидендну политику, која подразумева да се дивиденде исплаћују само ако након искоришћења свих атрактивних инвестиционих прилика преостане новца из интерних извора финансирања. Међутим, атрактивност инвестиционих прилика пристрасни менаџери некада процењују на другачији начин од конзервативних менаџера и улажу у пројекте за које многи не налазе економско оправдање. То раде на терет акционара, који остају ускраћени за дивиденде и очекивану капиталну добит.

Негативне последице које могу изазвати нерационалне одлуке пристрасних менаџера у значајној мери могу бити избегнуте дисциплиновањем пристрасних менаџера од стране *одбора директјора*, који располаже механизмима контроле активности менаџера и надлежан је за њихово именовање и смењивање, *џржишја*, на којем се формирају цена акција предузећа и цена екстерног капитала, чије је кретање директно условљено успешношћу менаџера у управљању предузећем, и *рејулајторних орјана*, који контролишу да ли су менаџерске одлуке и њихове активности усклађене са важећим прописима и поштовањем права акционара и стејкхолдера.

На крају, контрола над менаџерима које одликују оптимизам и претерано самопоуздање не сме да има за циљ њихово репрограмирање и претварање у просечне, конзервативне менаџере. Конзервативизам сам по себи не значи рационалност. Такође, просечне и конзервативне менаџере често не одликује тако снажна посвећеност пословним подухватима који су им поверени на управљање, као што је то случај са пристрасним менаџерима. Инструменти подстицаја којим се менаџери мотивишу на већу посвећеност пословним циљевима предузећа, у случају пристрасних менаџера нису имали тако снажан ефекат као код просечних менаџера. Мотивисаност и посвећеност пристрасних менаџера пословном успеху предузећа су углавном на високом нивоу, независно од екстерних подстицаја. Стога, уз адекватну контролу над слободним новчаним токовима и ризичним задуживањем, коју треба да спроводе одбор директора, повериоци и акционари, пристрасни менаџери могу бити знатно бољи избор него конзервативни менаџери, нарочито у случају амбициозних предузећа која очекују експанзиван раст.

ЦИТИРАНИ ИЗВОРИ И ЛИТЕРАТУРА

- Ahmed, Anwer S. and Scott Duellman (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1): 1–30.
- Antonczyk, Ron Christian and Astrid Juliane Salzmann (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31: 132–151.
- Bernoster, Indy; Cornelius A. Rietveld, Roy Thurik and Olivier Torrès (2018). Overconfidence, optimism and entrepreneurship. *Sustainability*, 10(7): 2233 (article number). [DOI: 10.3390/su10072233]
- Besley, Scott and Eugene Brigham (2014). *CFIN 4*. Cengage Learning.
- Bloomfield, Robert (2010). Traditional Versus Behavioral Finance. In: Kent Baker and John Nofsinger (eds.), *Behavioral finance: investors, corporations, and markets*. Hoboken, New Jersey: JohnWiley & Sons, Inc., 23–38.

- Brealey, Richard; Stewart Myers and Alan Marcus (2008). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.
- Campbell, T. Colin; Michael Gallmeyer, Shane A. Johnson, Jessica Rutherford, Brooke W. Stanley (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3): 695–712.
- Chen, Hung-Ju and Shin-Hung Lin (2013). Managerial optimism, investment efficiency, and firm valuation. *Multinational Finance Journal*, 17(3/4): 1–46.
- Cho, Hyunkwon and Robert Kim (2019). Analysts' optimism and stock crash risk. *Managerial Finance*, 46(3): 323–343.
- Davis, Angela K., Weili Ge, Dawn Matsumoto, and Jenny Li Zhang (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2): 639–673.
- Deshmukh, Sanjay; Anand M. Goel and Keith M. Howe (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3): 440–463.
- Graham, John R.; Campbell R. Harvey and Manju Puri (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1): 103–121.
- Hackbarth, Dirk (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4): 389–411.
- Heaton, James B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, 31(2): 33–45.
- Heger, Stephanie A. and Nicholas W. Papageorge (2018). We should totally open a restaurant: How optimism and overconfidence affect beliefs. *Journal of Economic Psychology*, 67: 177–190.
- Hirshleifer, David, Angie Low, and Siew Hong Teoh (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4): 1457–1498.
- Hong, Harrison and Jeremy C. Stein (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2): 487–525.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2): 323–329.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4): 237–251.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4): 341–350.
- Kahneman, Daniel (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Kim, Kenneth A. and John R. Nofsinger (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1–2): 1–7.
- Kraus, Alan and Robert H. Litzenberger (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4): 911–922.
- Leland, Hayne E. and David H. Pyle (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2): 371–387.
- Lin, Yueh-hsiang, Shing-yang Hu, and Ming-shen Chen (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5): 523–546.
- Ma, Lijun, Xin Wang, and Che Zhang (2019). Does Religion Shape Corporate Cost Behavior? *Journal of Business Ethics*, 170: 835–855. [DOI: 10.1007/s10551-019-04377-4]
- Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5): 649–659.
- Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1): 20–43.
- Meckling, William H. and Michael C. Jensen (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
- Medlin, Bobby and Kenneth W. Green (2009). Enhancing performance through goal setting, engagement, and optimism. *Industrial Management & Data Systems*, 109(7): 943–956.

- Meier, Jan-Hendrik, and Walid Esmatyar (2016). Managerial optimism and the cost of capital: The SEM-approach with a focus on the German capital market. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowosci*, 86(142): 119–133.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3): 261–297.
- Moore, Don A. and Paul J. Healy (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 115(2): 502–517.
- Moore, Don A.; Amelia S. Dev and Ekaterina Y. Goncharova (2018). Overconfidence Across Cultures. *Collabra: Psychology*, 4(1): 36. [DOI: 10.1525/Collabra.153]
- Myers, Stewart, C. and Nicholas S. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187–221.
- O’Boyle, Edward J. (2007) Requiem for homo economicus, *Journal of Markets and Morality*, 10(2): 321–337.
- Park, Kyung-Hee; Jinho Byun and Paul Moon Sub Choi (2020). Managerial Overconfidence, Corporate Social Responsibility Activities, and Financial Constraints. *Sustainability*, 12(1), 61 (article number).
- Puri, Manju and David T. Robinson (2007). Optimism and economic choice. *Journal of financial Economics*, 86(1): 71–99.
- Ross, Stephen A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1): 23–40.
- Scott, Asay H. (2018). Horizon-induced optimism as a gateway to earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 35(1): 7–30.
- Sedor, Lisa M. (2002). An explanation for unintentional optimism in analysts’ earnings forecasts. *The Accounting Review*, 77(4): 731–753.
- Thaler, Richard (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1): 39–60.
- Thaler, Richard (2015). *Misbehaving: the making of behavioral economics*. New York: W. W. Norton & Company, Inc.
- The Oxford Dictionary of Philosophy* (2008). Simon Blackburn (ed.). Oxford University Press.
- Wang, Chih-Yung; Yu-Fen Chen and Chia-Wen Yu (2013). Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: A comparison of debt and equity financing. *Economics Letters*, 119(3): 332–335.

ЕЛЕКТРОНСКИ ИЗВОРИ

- Baker, Malcolm; Richard S. Ruback and Jeffrey Wurgler (2007). Behavioral corporate finance: a survey. Working Paper 10863, National Bureau of Economic Research. Доступно на: <http://www.nber.org/papers/w10863>. Приступљено 23. 12. 2020.
- Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2013). Behavioral corporate finance: An updated survey. Working Paper 17333, National Bureau of Economic Research. Доступно на: <http://www.nber.org/papers/w17333>. Приступљено: 10. 1. 2020.
- Bui, Dien Giau, Yehning Chen, Chih-Yung Lin, and Tse-Chun Lin (2017). How do banks facilitate corporate innovation? Доступно на: http://www.fmaconferences.org/HongKong/Papers/How_do_banks_facilitate_corporate_innovation_20170730.pdf. Приступљено: 30. 11. 2020.
- Fairchild, Richard J. (2005). The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions. Доступно на: <https://ssrn.com/abstract=711845>. Приступљено 2. 12. 2020.
- Florysiak, David, and Tobias Heizer (2017). Managerial Optimism and the Perception of Financial Constraints. Asian Finance Association (Asian FA) 2017 Conference. Доступно

- на: http://fmaconferences.org/SanDiego/Papers/ManagerialOptimismFinancialConstraints_authors.pdf. Приступљено: 21. 12. 2020.
- Gervais, Simon, J. B. Heaton, and Terrance Odean (2002). *The positive role of overconfidence and optimism in investment policy*. The Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania. Доступно на: <https://rodneywhitecenter.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2014/04/0215.pdf>. Приступљено: 2. 12. 2020.
- Koudstaal, Martin, Randolph Sloof, and Mirjam van Praag (2015). *Are Entrepreneurs more Optimistic and Overconfident than Managers and Employees?*, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 15-124/VII, Tinbergen Institute, Amsterdam and Rotterdam. Доступно на: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/125121/1/15124.pdf>. Приступљено: 10. 1. 2021.
- Malmendier, Ulrike, Geoffrey Tate, and Jonathan Yan (2010). *Managerial beliefs and corporate financial policies*. USC FBE finance seminar. Доступно на: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.589.7573&rep=rep1&type=pdf>. Приступљено 30. 11. 2020.
- Sen, Rik, and Robert Tumarkin (2009). *Stocking up: Executive optimism and share retention*. Доступно на: <http://pages.stern.nyu.edu/~rtumarki/research/Stocking%20Up.11.11.09.pdf>. Приступљено: 25. 12. 2020.

REVIEW SCIENTIFIC PAPER

CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT AND MANAGERS' (IR)RATIONALITY

by

AHMEDIN LEKPEK
State University of Novi Pazar
Department of Economic Sciences
Vuka Karadžića bb, Novi Pazar, Serbia
alekpek@np.ac.rs

SUMMARY: The aim of this paper is to analyze how managers who are characterized by optimism and excessive self-confidence, as forms of bias and irrationality, manage corporate finances. The assumption of the perfect rationality of an average man, from which the proponents of traditionalist economic views proceeded, proved to be unfounded in practice and was rejected by modern economics. Limited rationality and the absence of rationality in making economic decisions by the average person are accepted as real phenomena. The thesis that managers are more rational than average people is also called into question. Irrationality can occur in various forms. This paper deals with two forms of irrationality: optimism and excessive self-confidence, and factors that affect their level. It is considered how the optimism and excessive self-confidence of managers affect the profiling of investment, financing and dividend payment policies. Furthermore, factors that control actions of biased managers are presented. The results of the analysis of the relevant literature demonstrate that biased managers mainly rely on internal and short-term external sources of financing, invest significantly more and with greater risks than average managers, and generally pursue a residual dividend policy.

KEYWORDS: corporate finance, capital structure, rationality, optimism, overconfidence, bias