



UNIVERZITET U NIŠU  
EKONOMSKI FAKULTET

Časopis "EKONOMSKE TEME"

Godina izlazenja XLVIII, br. 4, 2010., str. 629-640

Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš

Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 4523 268

## BIHEVIORISTIČKE FINANSIJE I FINANSIJSKI MENADŽMENT

**Dr Sanja Vučković\***

***Rezime:** Tradicionalna finansijska teorija se zasniva na normativnom odlučivanju i nerealnim pretpostavkama o ponašanju finansijskih menadžera i učesnika na finansijskom tržištu. Biheviorističke finansijske teorije, zasnovane na sagledavanju uticaja psiholoških faktora na odlučivanje, daju veliki doprinos analizi finansijske teorije i prakse. Odluke o finansijskoj strukturi preduzeća, investiranju i dividendama treba posmatrati u svetlu različitih racionalnih i iracionalnih podsticaja sa kojim se susreću finansijski menadžeri.*

***Ključne reči:** biheviorističke finansijske teorije, finansijski menadžment, finansiranje, investiranje, politika dividendi, psihologija*

### 1. Uvod

Cilj svake ekonomske teorije je da uproščeno, ali verno, opiše neku važnu pojavu iz prakse. Ukoliko teorijske implikacije ne odgovaraju realnim događajima, onda teorija gubi kredibilitet, a nastaju pokušaji da se ekonomski mehanizmi sagledaju iz drugog ugla. Finansijsku teoriju u drugoj polovini 20. veka obeležio je prodor matematičkih i statističkih alata, koji su doneli revoluciju u shvatanju i analizi pojava na finansijskom tržištu. Da bi se složeni mehanizmi na tržištu prikazali matematičkim relacijama, neophodno je uvesti više restriktivnih pretpostavki. Standardna pretpostavka u takvoj analizi jeste da su svi tržišni učesnici racionalni. To znači da je svaki pojedinac vođen principima normativnog odlučivanja: on je logički konzistentan, poznaje pravila verovatnoće i na njima gradi odluke, uvek primat daje ličnim interesima, obrađuje informacije na isti način kao i svi

---

\* Fakultet za poslovne studije, Megatrend univerzitet, Beograd,

E-pošta: svuckovic@megatrend.edu.rs

UDK 005.915, Pregledni rad

Primljeno: 17.04.2010. Prihvaćeno: 09.12.2010.

ostali, razum je jedini bitan za opredeljivanje, a emocije i psihološki faktori nemaju nikakav uticaj.

Krunu finansijske teorije u kojoj racionalno ponašanje ima ključnu ulogu predstavlja hipoteza o efikasnosti tržišta. Prema ovoj hipotezi, ekonomski akteri svaku novu informaciju obrađuju brzo i tačno, u skladu sa njenim objektivnim značajem. Nakon toga, preduzimanje radnje se odvija u skladu sa kriterijumom maksimizacije korisnosti. Posledice pretpostavljene efikasnosti tržišta su višestruke: cene finansijske aktive uvek odražavaju fundamentalnu vrednost, ponašanje cena je nemoguće predvideti (jer se kreću po principu nasumičnog hoda), ne postoji mogućnost da se anticipiranjem budućnosti ostvari natprosečan profit.

Pokazalo se, međutim, da je realnost u mnogim aspektima drugačija i finansijska teorija zasnovana na racionalnim akterima trpi sve jače udarce. Paradigma te borbe jeste odbrana i rušenje hipoteze o efikasnosti tržišta. Jedna grupa istraživanja se gradi na činjenici da nisu sve informacije jednako dostupne svim akterima, iz čega proističe informaciona asimetrija na tržištu. Nešto mlađi pristup, koncipiran u biheviorističkim finansirama u poslednjih dvadesetak godina, ukazuje na različite psihološke faktore odlučivanja. Biheviorističke finansije prožimaju sve aspekte finansijskog odlučivanja, bilo da se ono obavlja na tržištu ili u preduzeću. Zbog toga je bitno proučiti karakteristike ovog savremenog koncepta.

Biheviorističke finansije se temelje na kognitivnoj ili saznoj psihologiji. Napušta se uprosečavanje ekonomskih pojava i razumevanje raznih fenomena se izvodi iz detaljnog opisa ponašanja subjekata. Psihologija investitora je nezaobilazan element u takvom pristupu. Ključno pitanje je na koji način subjekti na finansijskom tržištu formiraju stavove i očekivanja, odnosno na osnovu kojih podsticaja preduzimaju radnje. Nova finansijska teorija nudi objašnjenje za mnoge ekonomske fenomene.

## **2. Značaj psihologije za finansijsko odlučivanje**

Tradicionalno se smatra da, pri odlučivanju u uslovima neizvesnosti, ljudi formiraju stavove u skladu sa zakonima verovatnoće i da se pri tome vode isključivo maksimizacijom ličnih interesa. Međutim, pored ovog zaključivanja (koje se naziva rezonovanjem), ne može se poreći značaj intuicije. Intuitivno zaključivanje i odlučivanje dolazi spontano, bez iscrpnog razmišljanja, računanja i najčešće bez posebnog napora. Ipak, intuiciju ne treba povezivati sa lakomislenim i lenjim ljudima. Istraživanja su pokazala da je ona prisutna i među inteligentnim i razboritim ljudima, stručnjacima i pojedincima koji znaju da primene i matematičke alate pri odlučivanju.

### **Biheviorističke finansije i finansijski menadžment**

---

Naučne discipline koje proučavaju ljudsko ponašanje (medicina, psihologija, sociologija i antropologija) mogu, prema tome, mnogo da pomognu u proučavanju deskriptivnog procesa odlučivanja.

Značajan proboj psihologije u ekonomiji nastaje šezdesetih i sedamdesetih godina 20. veka, kada Danijel Kaneman (*Daniel Kahneman*) i Ejmos Tverski (*Amos Tversky*) sprovede različite eksperimente sa ciljem da provere deskriptivni karakter racionalnog ponašanja ljudi. Ovi autori ukazuju na mnogo heuristika i preferencija u ljudskom ponašanju i njihov rad ubrzo postaje okosnica teorije odlučivanja. Ekonomisti vrlo brzo prihvataju ideje Kanemana i Tverskog, pa se na temeljima njihove analize u poslednjih dvadesetak godina razvija nova oblast finansijske teorije – biheviorističke finansije.<sup>1</sup> Biheviorističke finansije ukazuju na značaj psiholoških faktora za ponašanje pojedinaca koji donose odluke iz oblasti finansijskog poslovanja (bilo da je reč o poslovima na finansijskom tržištu ili u preduzeću).

### **3. Finansijske i investicione odluke preduzeća**

Jedna od pretpostavki na kojima je građena čuvena i uticajna Milerova i Modiljanijeva teorija strukture kapitala jeste efikasnost tržišta. Neposredni zaključak njihove analize jeste da je finansijska politika (odnos duga i sopstvenog kapitala) nebitna za vrednost preduzeća, a još jedna od implikacija je irelevantnost u pogledu trenutka promene (povećanja) udela akcijskog kapitala. Ipak, ukoliko su na tržištu prisutni iracionalni investitori, onda čak ni racionalnim finansijskim menadžerima u preduzeću neće biti svejedno kada se emituju nove akcije. Pošto znaju da tržište vrednuje akcije različito od njihove fundamentalne vrednosti, racionalni menadžeri vode računa o visini i trenutku promene akcijskog kapitala: kada su akcije potcenjene oni će izbegavati novu emisiju i povećavaće učešće duga, a kada su cene akcija visoke onda će rasti vrednost novoemitovanog akcijskog kapitala.

Hipoteza o podešavanju strukture kapitala prema tržištu dokazana je u različitim istraživanjima, iz kojih se može sistematizovati nekoliko zaključaka. Prvo, kompanije se opredeljuju za akcijski kapital kada je tržišna cena akcija visoka (u poređenju sa knjigovodstvenom vrednošću ili u poređenju sa ranijom tržišnom vrednošću) i vrše otkup svojih akcija kada je njihova cena niska. Drugo, analiza dugoročnih serija pokazuje da je taktika vremenskog prilagođavanja strukture kapitala uspešna: godinu dana nakon emisije akcijskog kapitala prinosi su tipično niski, što znači da su odluke o

---

<sup>1</sup> Kaneman 2002. godine dobija Nobelovu nagradu za ekonomske nauke (Tverski je preminuo 1996. godine).

promeni strukture kapitala donete u pravo vreme – kada su cene akcija bile na visokom nivou, nakon čega je usledio njihov pad. Na taj način se pokazalo da su periodi natprosečnog učešća akcijskog kapitala dobri predskazatelji budućih prinosa: u godinama nakon ekspanzije javnih ponuda akcija slede niski, a ponekad i negativni, tržišni prinosi. Na primer, u periodu od sedamdesetak godina na američkom finansijskom tržištu (1926-1990) prosečno učešće akcija u eksternom finansiranju iznosi 21%. Nakon godina u kojima je učešće akcija bilo nisko (manje od 14%) beležen je prinos na tržišni indeks (vrednosno ponderisan) od 14%. Kada je emitovanje akcija bilo dinamično (iznad 27% novih emisija), onda je u sledećoj godini prosečni prinos iznosio –6% [3]. Na njujorškoj berzi je utvrđeno da u periodu od 1926. do 1962. prosečni prinos akcija u godini pre kotiranja na berzi iznosi 23%, a u godini nakon listinga 6% [9]. Treće, u anonimnim anketama finansijski menadžeri izjavljuju da u praksi vode računa o trenutku i načinu pribavljanja kapitala u zavisnosti od stanja na finansijskom tržištu. Prema jednom opsežnom istraživanju, čak dve trećine menadžera prilikom određivanja izvora finansiranja ima u vidu precenjenost ili potcenjenost akcija i isti toliki broj smatra da ako je cena akcije porasla, onda se ona može prodati povoljno [7].

Dokazi da preduzeća emituju kapital prema stavu tržišta doveli su do novih pokušaja u razjašnjavanju nedoumica oko formiranja strukture kapitala u preduzeću. Novi naponi polaze od činjenice da struktura kapitala odražava kumulativne finansijske odluke u određenom vremenu. Drugim rečima, ukoliko preduzeće sistematski osluškuje tržište pri emitovanju akcija, onda će i struktura kapitala trajno biti opredeljena stavovima tržišta. Optimalne strukture kapitala, prema tome, nema, već je aktuelni odnos sopstvenog i uzajmljenog kapitala određen tržišnom vrednošću preduzeća u proteklom periodu. Tako, ako su dva preduzeća približno jednaka u svemu (veličini, profitabilnosti, tekućoj tržišnoj i knjigovodstvenoj vrednosti), osim u odnosu tržišne i knjigovodstvene vrednosti u prošlosti, onda se može pretpostaviti da će preduzeće sa iskocima u navedenom odnosu imati veće učešće akcija u ukupnom kapitalu (jer je ono više emitovalo akcije u periodima kada je tržište izuzetno cenilo preduzeće). Navedenu hipotezu su potvrdili Bejker i Vurgler, pokazujući da je finansijski leveridž jako negativno korelisan sa tržišnom vrednošću preduzeća: preduzeća sa visokim učešćem duga prikupljala su eksterna sredstva kada je tržišna vrednost preduzeća bila niska i, obrnuto, preduzeća sa niskim leveridžom pronalazila su eksterna sredstva u periodima visoke tržišne vrednosti preduzeća [1].

Uticaji oscilacija u tržišnoj vrednosti na strukturu kapitala se protežu na period duži od 10 godina, pa će, na primer, struktura kapitala u

2010. godini zavisiti od tržišne i knjigovodstvene vrednosti (odnosno, od finansijskih odluka) preduzeća tokom devedesetih godina dvadesetog veka.

Još jedno pitanje je da li značaj tržišta za formiranje strukture kapitala ima uticaj i na investicione odluke preduzeća. Drugim rečima, da li finansijske promene, nastale usled oscilacija tržišne vrednosti preduzeća, dovode i do investicionog prilagođavanja? U opštem slučaju, kada su cene akcija visoke, preduzeće emituje više akcija, ali to ne bi trebalo da utiče na investicije – racionalni menadžeri znaju da su investicione mogućnosti atraktivne samo u očima optimističnih iracionalnih investitora, a da objektivna neto sadašnja vrednost projekata ipak nije pozitivna. Prikupljena sredstva, prema tome, ne bi trebalo da budu investirana već zadržana. Kada su, sa druge strane, akcije potcenjene, onda je racionalno otkupljivati svoje akcije, bez umanjenja investicija [15]. Ipak, prethodna analiza je utemeljena samo u slučaju preduzeća koja imaju dovoljno sopstvenih (internih) izvora i jake kapacitete za uzajmljivanje, tj. za preduzeća čije finansiranje ne zavisi od akcijskog kapitala (*non-equity dependent firms*). Ukoliko to nije slučaj, onda će stavovi investitora imati jak uticaj i na investiranje preduzeća: kada su oni pesimistični i akcije potcenjene, onda će preduzeće propustiti povoljne investicione mogućnosti – biće preskupo da ih finansira prodajom malo vrednih akcija. Prema tome, može se postaviti hipoteza: investiranje kompanija zavisnih od akcijskog kapitala će biti osetljivije na nefundamentalne oscilacije u berzanskim cenama nego što je to slučaj za druge kompanije.

Stavovi isuviše optimistički nastrojenih investitora mogu takođe da utiču na investiranje preduzeća. Iako je menadžer zainteresovan da maksimizira vrednost preduzeća, on će često biti primoran da prihvati projekte za koje investitori smatraju da su profitabilni (zbog čega, uostalom, i vrednuju preduzeće više nego što je to realno), iako oni to nisu. U suprotnom, ako odbije projekat, postoji opasnost da će optimizam investitora splasnuti, cene akcija opasti, konkurenti preuzeti preduzeće, a on biti otpušten. Dakle, preduzeća čija tržišna vrednost prevazilazi fundamentalnu vrednost imaju podsticaj da investiraju više nego što bi objektivno trebalo.

Empirijska istraživanja, prema tome, treba da istraže da li stavovi investitora imaju uticaj na investicije preduzeća čije se akcije kotiraju na berzi. U jednom novijem istraživanju dokazane su tri hipoteze: preduzeća koja su zavisna od eksternog finansiranja<sup>2</sup> (petina preduzeća sa najvećom zavisnošću) imaju tri puta veća kolebanja u obimu investiranja od preduzeća

---

<sup>2</sup> Preduzeća se mogu smatrati zavisnim od akcijskog kapitala kada imaju male tokove gotovine, nisku moć zaduživanja i izražene razvojne mogućnosti.

koja ne zavise od prodaje akcija, investicije zavisnih firmi su osjetljivije na očekivane buduće prinose i zavisna preduzeća emituju više akcija kada su tekuće cene na višem nivou a manje akcija kada se očekuju veći budući prinosi (odnosno, rast cena) [2]. Može se, ipak, očekivati da stavovi investitora utiču i na investiranje preduzeća koja se ne oslanjaju na finansiranje putem akcija. Čirinko posmatra razlike u investiranju između preduzeća glamura i preduzeća vrednosti; pošto akcije vrednosti odbacuju veći prinos od akcija glamura jasno je da je vrednost preduzeća glamura prenaduvana. Rezultati su očekivani: nerealno vrednovana preduzeća glamura investiraju znatno više od preduzeća vrednosti [6]. Do sličnog rezultata dolaze i Polk i Sapienca, koji ipak naglašavaju da osnovni kanal uticaja na investicije nije zavisnost od finansiranja putem akcija [12]. Naime, kao što je rečeno, kada je vrednost preduzeća prenaduvana, onda racionalni investitori mogu ulagati u projekat sa negativnom neto sadašnjom vrednošću i kada se kao izvor finansiranja ne koriste akcije. Trudeći se da pronađu najbolje moguće aproksimacije za preduzeća sa nerealno visokom vrednošću, autori izdvajaju ona koja imaju veliku razliku između knjigovodstvenih profita i faktičkog priliva gotovine, koja su u prethodnih pet godina imala pozitivnu neto emisiju akcija i čije cene akcija iskazuju inerciju. I njihovi rezultati potvrđuju hipotezu da su preduzeća sa nerealno visokom tržišnom vrednošću sklona preteranom investiranju.

#### 4. Politika dividendi

Kada su dividende koje preduzeća isplaćuju u pitanju, nepoznati su odgovori na dva pitanja: zašto preduzeća uopšte plaćaju dividende akcionarima i na koji način se određuje visina dividende. Šefrin i Statman su ponudili nekoliko psiholoških objašnjenja za preferenciju dividendi [14]. Prvo se zasniva na samokontroli koju ljudi ispoljavaju. Da bi kontrolisali sebe i trošili manje para (do kojih bi došli u slučaju prodaje akcija i trenutnog većeg prihoda), akcionari ograničavaju svoje rashode na manju dividendu. Drugo, dividende omogućavaju da se izbegne potencijalno kajanje. Kada, naime, preduzeće ne isplati dividendu, a akcionar proda akcije da bi finansirao potrošnju, kasnije može doći do porasta cene akcija. Vlasnici koji su prodali akcije će tada osećati kajanje, jer su pogrešili i prodali akcije čija je cena kasnije porasla; da je dividenda isplaćena oni to ne bi učinili. Bolje je, dakle, isplatom dividendi na vreme sprečiti prodaju akcija i eventualno žaljenje.

Kada je iznos koji će se odvojiti od dela profita za isplatu dividendi u pitanju, ankete među direktorima pokazuju da preduzeća žele da zadrže pošten odnos prema akcionarima, što znači da učešće dividendi u profitu bude stabilno, ali i da isplaćeni apsolutni iznos ne oscilira preterano iz

godine u godinu. Tako će, kada dođe do porasta dobiti preduzeća, dividende rasti samo kada su rukovodioci sigurni da one neće morati da osetno opadnu u bliskoj budućnosti [5].

Različiti stavovi investitora prema preduzećima koja isplaćuju i koja ne isplaćuju dividendu takođe su bitni. Investitori različito percipiraju ove dve vrste preduzeća i svrstavaju ih u različite kategorije. Prema tome, tražnja za akcijama može da oscilira tokom vremena u zavisnosti od toga da li su atraktivnija preduzeća koja isplaćuju ili koja ne isplaćuju dividende. Na primer, investitori koji imaju rastuću odbojnost prema riziku preferiraju preduzeća koja isplaćuju dividendu, dok u periodima rasta i stabilnosti tržišta interesantnija postaju preduzeća koja reinvestiraju ukupan profit u razvoj (i ne isplaćuju dividende). Osećajući promene u stavovima i tražnji investitora, finansijski menadžeri, u cilju podizanja cene akcija, prilagođavaju politiku dividendi: isplaćuju veće iznose kada to investitori na tržištu priželjkuju, odnosno umanjuju dividende kada to odgovara investitorima. Dakle, iracionalni investitori na tržištu će imati presudan uticaj na politiku dividendi u preduzećima. Izuzetno popularna u biheviorističkim finansijama, opisana teorija je, zbog toga što se zasniva na zadovoljavanju preferencija investitora (a ne akcionara ili menadžmenta), nazvana uslužnom teorijom dividendi (catering theory of dividends) [4]. Da bi testirali teoriju, Bejker i Vurgler su prvo razvrstali preduzeća na ona koja isplaćuju i na ona koja ne isplaćuju dividende, pa su zatim izračunali prosečne odnose između tržišne i knjigovodstvene vrednosti preduzeća u obe grupe. Konačno su od odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti prve grupe preduzeća oduzeli isti odnos druge grupe preduzeća. Kada su uporedili izračunate razlike i trendove u isplati dividendi kroz vreme dobili su zanimljiv rezultat: visoka razlika u jednoj godini nagoveštava da će u sledećoj godini veći broj preduzeća iz druge grupe, kao i novoosnovana preduzeća, da isplati dividendu [4]. Dakle, jednostavnije rečeno, rast cena akcija i tržišne vrednosti preduzeća koja isplaćuju dividende podstiče i druga preduzeća da uvažavaju stanje na tržištu i krenu istim putem.

### 5. Iracionalnost finansijskih menadžera

U dosadašnjoj analizi uticaja psiholoških faktora na poslovne finansije sagledavan je uticaj iracionalnih investitora na odlučivanje racionalnih finansijskih menadžera. Međutim, i ljudi koji donose finansijske odluke u samom preduzeću podležu različitim psihološkim uticajima. U savremenim preduzećima su razvijeni brojni načini za rešavanje potencijalnih problema i za usmeravanje menadžera da rade za dobrobit firme i akcionara. Do problema, ipak, može da dođe jer menadžeri često smatraju da svojim aktivnostima maksimiziraju vrednost preduzeća, iako,

podložni psihološkim zamkama, to u stvari ne čine. Oni, dakle, nesvesno preduzimaju radnje koje štete preduzeću. Kada se ima u vidu da se u preduzećima, preko korporativne kulture, često formalno i neformalno podstiču takmičenja između zaposlenih, jasno je da psihološki elementi pri odlučivanju mogu da nadjačaju racionalno rasuđivanje.

U jednom od prvih radova iz ove oblasti na specifičan način su osvetljene aktivnosti preuzimanja (merdžera) i spajanja (akvizicija) [13]. Iako pojedine analize svedoče i o uspesima i o neuspesima preuzimanja i spajanja, opšti zaključak u finansijskoj profesiji je da ne postoje uverljivi dokazi o koristima (porastu vrednosti) za umešana preduzeća. Pri tome, češće koristi imaju akcionari ciljanih preduzeća, nego vlasnici preduzeća koje je inicijator integracije (tj. kupac u preuzimanju) [videti, na primer, 16]. To znači da se za preduzeće koje se preuzima plaća nerealno mnogo i da premija koja se plaća iznad tržišne cene akcije odražava i druge faktore osim objektivne vrednosti. Objašnjenje se nalazi u stavu menadžera prema ciljanom preduzeću. Kada menadžeri razmatraju kupovinu drugog preduzeća, u cenu koja se nudi za otkup akcija uračunat je i budući efekat koji će se ostvariti po osnovu sinergije dva preduzeća. Ako su menadžeri oduševljeni novom idejom i preterano samouvereni u tačnost svojih analiza, oni će (prebrzo) ponuditi otkup u trenutku kada se tržišna vrednost ciljane kompanije nađe ispod vrednosti koju menadžeri imaju u glavi. Ova mogućnost je naročito prisutna u vreme velikog broja preuzimanja preduzeća (što je slučaj u poslednjih dvadesetak godina), kada menadžeri, ugroženi konkurencijom i gigantima u okruženju, neoprezno i prebrzo ulaze u integrativne procese. U suštini, kao što preterano samopuzdanje vodi prekomernoj trgovini hartijama od vrednosti, tako će samouverenost menadžera voditi prevelikim aktivnostima preuzimanja i spajanja. Efekti ovih aktivnosti će biti neznatni ili čak negativni, jer će se vrlo brzo videti da su menadžeri precenili svoje sposobnosti da uspešno procene rezultate budućih projekata.

Preveliki optimizam finansijskih direktora ima presudan uticaj i na odluke o finansiranju i na odluke o investiranju. Oba pravca uticaja su povezana sa slobodnim tokovima gotovine, tj. sredstvima koja nisu predviđena i već rezervisana za projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću [8]. Prvo, optimistični menadžeri pridaju veću verovatnoću dobrim ishodima određenog ulaganja i manju verovatnoću lošim ishodima, pa smatraju da investitori na tržištu nerealno nisko cene buduće performanse i, samim tim, vrednost preduzeća. Pošto smatraju da je tržište neopravdano previše rezervisano prema preduzeću, menadžeri će izbegavati eksterno finansiranje – u takvoj situaciji akcije bi se, iz njihovog ugla, prodavale po



niskoj ceni, a zaduživanje (uzimanjem kredita ili prodajom obveznica) bilo bi skupo. Ovo će prouzrokovati posledice predviđene poznatom teorijom hijerarhije (pecking order) strukture kapitala: preduzeće će prilikom finansiranja novih projekata koristiti interne fondove (akumulirani dobitak i slobodni tok gotovine), a samo ukoliko je preko potrebno i eksterna sredstva. Kada se koriste eksterna sredstva preferiraće se dug, jer su akcije rizičnije i, samim tim, podložne većem potcenjivanju. Drugo, optimizam pri ulaganju stvara očekivanja da će stopa prinosa i budući tokovi gotovine biti natprosečno veliki. Zato će raspoloživi novac biti uložen u projekat, iako je njegova objektivna neto sadašnja vrednost mala ili negativna. Kada preduzeće ne bi imalo slobodna sredstva na raspolaganju, ono bi, usled nevoljnog oslanjanja na eksterne izvore, oklevalo da uzajmi sredstva i ulaganje bi bilo propušteno. Iz ugla preduzeća propuštena je povoljna mogućnost, ali je sa strane (objektivno) gledajući samo izbegnuta loša investicija. Proizlazi da je u uslovima preoptimističnih ulagača ponekad dobro da ne postoje interna sredstva predviđena za investiranje. Slobodni tokovi gotovine mogu da budu štetni! To ne znači da se u nedostatku raspoloživih sredstava donose uvek dobre odluke. Tada se dešava da menadžeri odbiju projekat sa pozitivnom i zadovoljavajućom neto sadašnjom vrednošću, samo zato što su isuviše optimistični i gordi da pribave eksterna sredstva.

Iz opisanih uticaja optimizma finansijskih menadžera na finansiranje i investiranje proizlaze neke zanimljive implikacije.<sup>3</sup> Jedna je da treba očekivati visoku korelaciju između investicija i tokova gotovine: kada je dotok gotovine mali, menadžeri odbijaju da emituju akcije ili obveznice, pa će veliki broj projekata biti propušten i investiciona aktivnost ostati niska; veća novčana sredstva, sa druge strane, omogućavaju ispoljavanje preteranog optimizma i natprosečnu investicionu aktivnost. Navedena hipoteza je potvrđena u praksi [10]. Pošto je optimizam menadžera nemoguće direktno izmeriti, kao aproksimacija je korišćena svakodnevna pojava u praksi razvijenih privreda – mogućnost da menadžeri iskoriste opcije za kupovinu akcija (svog) preduzeća. Opcijama se postižu dva cilja: prvo, one su uobičajeni način za nagrađivanje direktora i, drugo, njima se zarade menadžera vezuju za performanse preduzeća (pa se izbegava potencijalni konflikt interesa menadžera i akcionara). Zadržavanje opcije predstavlja dobar pokazatelj optimizma menadžera u pogledu budućih rezultata i cena akcija preduzeća. Ukoliko menadžeri konstantno kasne sa

---

<sup>3</sup> Preveliki optimizam se u suštini poistovećuje sa preteranim samopuzdanjem. Razlika između ove dve pojave bi se u kontekstu investiranja mogla definisati na sledeći način: optimistični menadžeri precenjuju buduće prinose, dok samouvereni potcenjuju rizik ulaganja.

iskorišćavanjem opcija (u odnosu na standard određen normativnim principima odlučivanja), to znači da oni veruju da će buduća cena akcija biti na još višem nivou i da će opcija biti vrednija. Uz to, menadžeri su optimistični ako opciju drže do isteka perioda važenja (tipično 10 godina). Konačno, menadžeri koji ne koriste opcije i, pored toga, kupuju akcije svog preduzeća mogu da se svrstaju u grupu optimističnih. Na uzorku od 477 velikih američkih kompanija za period od 1980. do 1994. godine pokazalo se da samouvereni menadžeri zaista nivo investiranja povezuju sa tokovima gotovine (više nego menadžeri koji to nisu). Dalje, menadžeri obrazovani u oblasti finansija manje su podložni ovom efektu, a menadžeri sa diplomom iz prirodnih nauka više; ukoliko menadžer obavlja više funkcija u preduzeću (ako je i član ili predsednik upravnog odbora) efekat je jači. To znači da su neuki i sigurniji (u hijerarhiji preduzeća) menadžeri veći optimisti. Na istom uzorku, utvrđeno je da se menadžeri sa više samopouzdanja lakše upuštaju u poslove preuzimanja i spajanja [11]. Pri tome, povezivanju sa drugim preduzećima su više skloni menadžeri koji upravljaju internim fondovima; oprezniji su kada za integraciju treba obezbediti eksterna sredstva. S obzirom na loše rezultate novih preduzeća, očigledno je da je reč o neutemeljenom optimizmu.

## 6. Zaključak

Učesnici na finansijskom tržištu i finansijski menadžeri retko odlučuju na osnovu principa normativne teorije. Podložni su, kao svi ljudi, različitim psihološkim uticajima. Samim tim, mnoge tradicionalne teorije, zasnovane na principu racionalnog odlučivanja, u praksi ne važe. Tako, istraživanja iz oblasti biheviorističkih finansija pokazuju da teorija o irelevantnosti finansijske strukture kapitala nema svoje utemeljenje u praksi. Finansijski menadžeri povećavaju učešće akcijskog kapitala kada smatraju da su akcije precenjene, a dugovnog kapitala kada je berza na silaznom trendu. Suprotno teoriji Milera i Modiljanija, ne postoji optimalna struktura kapitala, već je aktuelni odnos sopstvenog i uzajmljenog kapitala određen tržišnom vrednošću preduzeća u proteklom periodu.

Kao što finansiranje zavisi od sentimenta tržišta, tako je i investiranje kompanija osetljivo na nefundamentalne oscilacije u berzanskim cenama – preduzeća čije su akcije precenjene imaju podsticaj da investiraju više nego što bi objektivno trebalo. Ovo je novost, pošto prema dosadašnjim teorijskim saznanjima, sklonost ka investiranju ne bi trebalo da zavisi od oscilacija cena izvora finansiranja, već od procenjene profitabilnosti projekta. Osećajući promene u stavovima i tražnji investitora, finansijski menadžeri, u cilju podizanja cene akcija, prilagođavaju i politiku dividendi: isplaćuju veće iznose kada to investitori na tržištu priželjkuju, odnosno

umanjuju dividende kada to odgovara investitorima. Dakle, iracionalni investitori na tržištu će imati presudan uticaj na politiku dividendi u preduzećima, što je potpuno zanemareno tradicionalnim teorijama.

Kada menadžeri razmatraju kupovinu drugog preduzeća, u cenu koja se nudi za otkup akcija uračunat je i budući efekat koji će se ostvariti po osnovu sinergije dva preduzeća. Oni će kupiti preduzeće u trenutku kada se tržišna vrednost ciljane kompanije nađe ispod vrednosti koju su menadžeri optimistički procenili. Pošto smatraju da tržište potcenjuje nove poduhvate, izbegavaće eksterno finansiranje i koristiće interne fondove, a samo izuzetno eksterna sredstva. Optimizam pri ulaganju stvara očekivanja da će stopa prinosa i budući tokovi gotovine biti natprosečno veliki. Zato će biti investirano u projekat, iako je njegova objektivna neto sadašnja vrednost mala ili negativna. Sklonost ka preteranom samopouzdanju i optimizmu primećena je kod manje obrazovanih menadžera i kod menadžera na visokim položajima u hijerarhiji preduzeća.

#### Literatura

1. Baker, M. and Wurgler, J. (2001), "Market Timing and Capital Structure", *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
2. Baker, M, Stein, J. and Wurgler, J. (2003), "When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
3. Baker, M. and Wurgler, J. (2000), "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns", *Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.
4. Baker, M. and Wurgler, J. (2004), "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1166.
5. Barberis, N. and Thaler, R. (2003), "A Survey of Behavioral Finance", u *Handbook of the Economics of Finance*, Constantinides, G, Harris, M. and Stulz, R. (eds.), Elsevier Science, 1051-1121.
6. Chirinko, R. (2004), "Glamour vs. Value: The Real Story", Emori University Working Paper.
7. Graham, J. and Harvey, C. (2005), "How the CFOs Make Budgeting and Capital Structure Decisions?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8-23.
8. Heaton, J. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, Summer, 33-45.
9. Loughran, T. and Marietta-Westberg, J. (2005), "The Timing Ability of Newly Listed NYSE Firms, 1926-1962", *Journal of Behavioral Finance*, 6(2), 44-56.
10. Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
11. Malmendier, U. and Tate, G. (2008), "Who Make Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.

12. Polk, C. and Sapienza, P. (2004), "The Real Effects of Investor Sentiment", NBER Working Paper No. 10563.
13. Roll, R. (1986), "A Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
14. Shefrin, H. and Statman, M. (1984), "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
15. Stein, J. (1996), "Rational Budgeting in an Irrational World", *Journal of Business*, 69(4), 429-455.
16. Van Horne, J. (2002), *Financial Management and Policy*, Prentice Hall.

### **BEHAVIORAL FINANCE AND FINANCIAL MANAGEMENT**

**Abstract:** Traditional financial theory is based on normative decision-making and unrealistic assumptions about the behavior of financial managers and financial market participants. Behavioral finance, based on the analysis of the impact of psychological factors on the decisioning, gives a great contribution to the analysis of financial theory and practice. Decisions on financial structure of enterprises, investment and dividends should be considered in light of various rational and irrational incentives that financial managers are facing.

**Keywords:** behavioral finance, financial management, financing, investing, dividend policy, psychology