

Petr Houdek, Petr Koblůvský*

Abstract

Behavioural Finance and Organisations: A Review

The article presents a short overview of heuristics and biases in managerial decision-making under risk and the consequences of such non-standard preferences for financial health of organisations. It is argued that, particularly in the case of inefficient ownership control or poor corporate governance, such bounded rationality manifestations can have a significant impact on a firm's performance. We also argue that in such cases risk preferences of individual managers can be more idiosyncratic. We illustrate that using the concepts of limited attention, reference-dependence decision-making and especially overconfidence (over-optimism). The relevance of such concepts is shown on a number of real data studies analysing investment policies of firms, their leverages, financing strategies and decisions on mergers and acquisitions. We also include recommendations targeted at minimising negative outcomes of bounded rationality at the managerial level in respect of financial health of firms. The final parts concern limits of the current empirical literature.

Keywords: heuristics, biases, behavioural finance, risk preferences, overconfidence, over-optimism, limited attention, availability heuristics, corporate governance

JEL Classification: D23, D81, L20

Úvod

Výchozí předpoklad tohoto přehledového článku je prostý, finanční rozhodování manažerů (a nejen ono) nepodléhá dostatečnému dohledu či přezkoumání, ať již kvůli neúčinným pravidlům organizačního řízení či nedostatečné vlastnické kontrole. Volby manažerů proto mohou být ve vleku jejich specifických rizikových preferencí či obecných rozhodovacích heuristik a chyb [Tversky a Kahneman, 1974], které negativně ovlivňují finanční zdraví firmy.² Cílem naší práce je na základě empirické evidence hromadící se zejména

1 Článek je rozšířením konferenčního příspěvku „Behavioral Finance and Organizations – Nonstandard Risk Preferences of Managers“ stejných autorů, prezentovaného na konferenci Managing and Modelling of Financial Risks: 7th International Scientific Conference Proceedings v Ostravě, 2014 a vznikl za podpory grantu IGA VŠE 26/2015.

* Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská (petr.houdek@gmail.com); Institut pro behaviorální a ekonomická studia a Univerzita J. E. Purkyně v Ústí nad Labem, Fakulta sociálně ekonomická (petr.koblůvsky@aya.yale.edu).

2 Leč neplatí, že by se v prostředí účinné kontroly heuristiky a chyby manažerů nemohly projevovat. I dohlížející orgány jsou složeny z lidí, kteří využívají podobně omezeně racionální rozhodovací mechanismy. Silnější vlastnický dohled je však obvykle spjat s vyšší hodnotou firem, ziskovostí či nižšími kapitálovými výdaji [Gompers et al., 2003; Johnson et al., 2009], lze tedy odvodit, že pravděpodobnost projevu rozhodovacích specifik a chyb je v takovém prostředí nižší.

v posledním desetiletí doložit, že ani kompetitivní prostředí uvnitř i vně firem neodstraní dlouhodobé rigidity způsobené těmito heuristikami a kognitivními chybami a že ty zároveň mají významné dopady na fungování firem.

Termíny „heuristiky a chyby“ přitom označujeme mechanismy volby, které lze u ekonomických agentů předpovídat a které mohou být statisticky *ex ante* považovány v *určitých podmínkách* za sub-optimální rozhodování, jak pro dané manažery, tak pro jejich firmy. Uvedenou definicí vylučujeme třídu jevů, při nichž se rozhodování manažera může z pohledu firmy, resp. jejích vlastníků či externího pozorovatele jevit jako iracionální, ačkoli tento může sledovat svůj vlastní racionální motiv. Takové chování spadá pod morální hazard či dobývání renty (o problému vlastníka a správce kupř. [Bertrand, 2009] a kapitola 2.2) a vyplývá z odlišných motivací manažerů a vlastníků, nikoliv z limitů kognitivních schopností manažerů, na které se zaměřujeme zde.

Náš přístup vychází z bohaté teoretické i empirické literatury, která se zabývá rozhodováním spotřebitelů a investorů [DellaVigna, 2009], jakož i participantů laboratorních a terénních experimentů při rozhodování za rizika a nejistoty [Andersen et al., 2008; Croson a Gneezy, 2009; Harrison et al., 2007] – obor známý coby behaviorální ekonomie. Tyto psychologii inspirované přístupy jsou aplikovány i ve světě organizačního rozhodování, resp. financí podniku, a to přístupem, pro který se ujalo označení behaviorální korporátní finance [Shefrin, 2005]. Dle definice Malcolma Bakera a Jeffreyho Wurglera [2013] jde o sledování „iracionálních manažerů“, v kontrastu k „iracionálním investorům“, již bývají popisováni behaviorálními financemi. Organizační ekonomie je teoreticky obohacována o modely omezené racionality manažerů a roste počet empirických prací, které potvrzují, že tyto modely jsou schopny robustně předpovídat rozhodování klíčových zaměstnanců firem [Camerer a Malmendier, 2007; Camerer a Weber, 2013; Gibbons a Roberts, 2013].

V souhrnu v tomto článku argumentujeme, že stejně jako obory behaviorální ekonomie zaměřené na rozhodování spotřebitelů [Bordalo et al., 2013; DellaVigna, 2009; Gennaioli a Shleifer, 2010], daňových poplatníků [Houdek a Koblavský, 2015; Chetty et al., 2009] či zaměstnanců [Camerer a Malmendier, 2007; Houdek a Koblavský, 2016] také zmiňované analýzy potvrzují, že modely racionálního chování manažerů založené na principu dosahování rovnováhy mohou být zavádějící.

Článek je strukturován následovně: v další sekci je rozvedeno, jak mohou manažeři významně ovlivňovat fungování podniku a že jejich idiosynkratické rozhodovací styly vysvětlují podstatnou část variability výkonu firem. Stěžejní druhá sekce se zaměřuje na jejich nestandardní rizikové preference či názory a jejich projevy na úrovni firmy – na omezenou pozornost, referenčně závislé rozhodování a na nadměrný optimismus. Závěrečná část krátce diskutuje možné využití a limity dosavadní podoby behaviorálních korporátních financí.

1. Vliv osobnostních rysů manažerů na výkon firem

Skutečnost, že rozhodování manažera ovlivňuje způsob provozu podniku, je zřejmá. Přesto až do vlivné studie Marianne Bertrandové a Antoinette Schoarové [2003] neexistovalo v ekonomii mnoho důkazů potvrzujících souvislost mezi individuálním manažerským stylem a výkonem firem. Většina finančně-analytických prací se zaměřovala na firemní, sektorové či tržní charakteristiky, a přestože mnoho variability zůstalo nevysvětleno, od osobnostních a rozhodovacích stylů vedoucích pracovníků bylo abstrahováno.

Na druhé straně existovaly studie z personalistiky a organizační psychologie, jež detailně zpracovávaly demografické a osobnostní styly manažera, dávaly je však do souvislosti především s krátkodobým pohledem na některé aspekty řízení a výkonu firmy [Cannella a Monroe, 1997; Nadkarni a Herrmann, 2010]. Sektorové či tržní ekonomické faktory jsou v tomto směru literatury spíše opomíjeny (typicky jde spíše o případové studie, jejichž zobecnění je notoricky problematické).

Bertrandová a Schoarová však využily americká panelová data o výkonu vedoucích pracovníků v průběhu jejich kariéry v různých firmách a potvrdily, že fixní efekty manažerů se významně liší a jsou důležitými determinanty finanční, investiční a organizační podoby firmy; především u dividendové politiky, úrokového krytí či způsobu snižování nákladů. Individuální charakteristiky jako věk či získání titulu MBA rovněž ovlivňovaly obecnou konzervativnost (u starších CEO – *Chief Executive Officer*, generální ředitel) či agresivitu (u držitelů titulu MBA) finančního řízení.

Kapitálová struktura a finanční politika firmy tedy nemusí být odrazem potřeb firmy či panujících hospodářských podmínek, ale i osobnostních znaků svého CEO či CFO (*Chief Financial Officer*, finanční ředitel). Ulrike Malmendierová a Geoffrey Tate [2005] na amerických datech zjistili, že intenzita firemních investic pod CEO, kteří jsou ve svých osobních investičních portfoliích nadměrně optimističtí, je velmi závislá na aktuálním cash-flow jimi vedených firem. Nadměrný optimismus byl ve studii definován coby nízká diverzifikace – držba opcí z firemních bonusových programů do doby splatnosti, resp. nákup akcií vlastních firem (studie vyloučila eventualitu *insider tradingu*, jelikož manažery nebylo dosahováno abnormálních výnosů, ba naopak).³ CEO trpící nadměrným optimismem „v soukromí“ přeceňují i výnosnost firemních investic a tedy intenzivněji využívají interního financování, jelikož by adekvátní zdroje na zvolené (a přeceňované) projekty nezískali z kapitálových trhů či bank – odtud pramení citlivost investiční aktivity na cash-flow firmy. Vysvětlení osobnostními charakteristikami manažerů nahrává i to, že u firem pod vedením CEO s finančním vzděláním byla identifikována slabší citlivost investic na cash-flow, zatímco u firem s řediteli s technickým či akademickým vzděláním byla citlivost silnější.

Analogicky platí, že firmy ze stejného sektoru, se stejnými fundamentálními charakteristikami se mohou lišit v intenzitě využívané finanční páky dle individuální ochoty manažera zadlužovat se. Henrik Cronqvist s kolegy [2012] vytvořili databázi osobních hypoték manažerů a ukázali, že ti, kteří v osobním životě volili nízký podíl hypotéky k hodnotě kupované nemovitosti, upřednostňovali v řízené firmě konzervativnější kapitálovou strukturu. Výsledky lze vysvětlit jak optimálním párováním manažerů ochotných nést dluh a firem vyžadujících vysokou finanční páku (CEO v těchto firmách totiž bývají nahrazováni CEO s podobnými preferencemi), tak i přenesením preferencí CEO na kapitálovou strukturu firmy – závěr, který platí zejména pro společnosti s nízkým indexem korporátního řízení. Podobně Juha-Pekka Kallunki a Elina Pyykköová [2013] zjistili, že finanční problémy, insolvenci či bankrot (neobchodovaných) finských firem lze predikovat na základě historických údajů o problémech se splácením soukromých úvěrů jejich ředitelů. James Chyz [2013] využil obdobný vhlad

3 Ukazatel umožňuje elegantně se vyhnout alternativnímu vysvětlení chování manažerů přes problém zastoupení, protože takto definovaní nadměrně sebevědomí manažeri jednají v zájmu akcionářů, neboť jsou ochotni osobně investovat do jimi vedených společností (viz dále kapitola 2.2).

při odhalení závislosti mezi minulou snahou vyhýbat se dani z příjmu fyzických osob u vysokých manažerů antitativním uplatnění akciových opcí a následným využíváním agresivnější politiky při vyhýbání se korporátním daním, pakliže byli tito manažeři jmenováni do vedení firmy. Firemní praxe vyhýbání se daním přitom obecně zvyšuje hodnotu firmy právě za podmínky, že daný manažer má příslušnou osobní expertízu. Pro náš argument však platí, že vyhledávání rizika v ochotě podstupovat diskutabilní, mnohdy nelegální daňové praktiky, má behaviorální konzistenci – manažer jej využívá napříč osobním i profesním životem.

Přestože výsledky studií dopadu manažerských stylů, resp. osobnostních rysů na provoz firem nejsou vždy jednoznačné [viz např. Fee et al., 2013] a rovněž může docházet k optimálnímu párování potřeb firem a osobnostních typů manažerů, množství publikovaných studií dokazuje [Baker a Wurgler, 2013], že výše uvedené osobnostní rysy manažerů⁴ dlouhodobě a systematicky působí, i když nemají zřejmá pozitiva pro řízení firmy.⁵ Lze proto dále usuzovat, že do finančního zdraví firem se mohou promítat i další aspekty manažerovy osobnosti – specifické rozhodovací a usuzovací heuristiky a chyby.

2. Nestandardní preference a názory manažerů

Nestandardní preference jsou třídou modelů oponující teorii očekávaného užítku a spočívající na: (i) rozhodování ovlivněném referenčním bodem (historicky tedy prospektová teorie [Kahneman a Tversky, 1979]), (ii) využívající nestandardní zpracování informací (názory) a na (iii) nemaximalizačních volbách – využívání jednoduchých heuristik, které řeší rozhodovací problémy „uspokojivě“. Formálněji [DellaVigna, 2009] je místo standardního optimalizačního schématu, kdy jedinec j maximalizuje užitek z výnosů akcií x_j , které jsou dané pravděpodobnostním rozdělením $p(s)$ stavů světa $s \in S$ (abstrahováno od mezi-časového horizontu):

$$\max_{x_j \in X_j} \sum_{s \in S} p(s) U(x_j | s), \quad (1)$$

postulováno, že užítková funkce $U(x_j | s)$ závisí na referenčním bodu $U(x_j | s, r_j)$, tedy že užitek vyplývá z relativního a kontextově závislého porovnávání – lidé spíše reagují na změny než na absolutní úrovně.⁶ Dále, že názory o stavu světa nereflektují skutečné

4 Tj. nadměrný optimismus v osobním portfoliu a intenzivnější využívání interních financí ve firmě; konzervativní postoj k osobním financím (hypotéce) a preference konzervativní kapitálové struktury firmy; ochota vyhýbat se dani z příjmu fyzických osob a podobně agresivní přístup k daňové optimalizaci ve firmě.

5 Může však docházet i k opačnému efektu, určité osobnostní charakteristiky či rysy manažera firmám naopak systematicky prospívají, kupř. armádní služba CEO se obvykle pojí s konzervativní finanční politikou a vyššími etickými standardy [Benmelech a Frydman, 2015] či, v opačném případě, ke korupci inklinující manažeři působící ve zkorumpovanějších zemích přinášejí svým firmám větší hodnotu [Mironov, 2015].

6 Teorie očekávaného užítku ad. se zaměřují na *stavy* – rozhodující pro chování lidí jsou dlouhodobé konsekvence volby, zatímco prospektová teorie a další reference-dependent teorie cílí na *změny* vůči očekávaným referenčním bodům (vliv očekávání k prospektové teorii dodávají kupř. Köszegi a Rabin [2006]). Z odlišností přístupů vyplývají odlišné predikce rozhodování ekonomického agenta [Barberis, 2013]. Slabým místem reference-dependent teorii je však absence konzistentního vysvětlení, jak v různých kontextech vznikají očekávání a příslušné referenční body.

pravděpodobností rozdělení $\tilde{p}(s) \neq p(s)$, kterýmžto projevem je, v tomto článku dále zejména diskutovaná, přehnaná sebedůvěra – tedy přeceňování vlastních schopností, přestřelování středních hodnot a podceňování rozptylu.⁷ A konečně, že pro daný užitek $U(x_j|s, r_j)$ a názory $\tilde{p}(s)$ nemusí docházet k optimalizujícímu (či maximalizujícímu) řešení v duchu (1). Namísto toho jsou využívány ad hoc rozhodovací zkratky, heuristiky, s nimiž lze problém řešit uspokojivě. Notorickým příkladem je volba penzijního spoření Harrym Markowitzem, který obdržel roku 1990 Nobelovu cenu za ekonomii za svůj přínos k optimální alokaci aktiv způsobem, jenž zaručí minimalizaci rizika a maximalizaci výnosu. Při vlastním spoření na důchod ovšem Markowitz využil jednoduchou heuristiku $1/N$, která tvrdí: rozděl svoje bohatství rovnoměrně do každého z fondů [Gigerenzer, 2008]. V případě nejistoty, kdy nejsou dostatečně známy alternativy, důsledky voleb, natož jejich pravděpodobnosti, umožňuje heuristické rozhodování dosáhnout uspokojivých výsledků, v určitých situacích však vede k systematickým chybám [Gigerenzer a Gaissmaier, 2011].

2.1 Referenční bod a kontextové rozhodování

Významným přínosem prospektové teorie je chápání procesu rozhodování jakožto snahy o pohyb od očekávaného referenčního bodu ve zvažovaném omezeném problému, nikoliv jako usilování o změnu finálních stavů. Pohybují-li se očekávání rozhodujících pod jejich referenčním bodem, ve ztrátách, stávají se nadto (více) riziko vyhledávacími.⁸

Tento fenomén dokáže vysvětlit častý podnikohospodářský jev, kdy manažeři „háží dobré peníze po špatných“, tedy jsou ochotni nést rizika ještě větších ztrát a pokračují ve financování projektů, které jsou dlouhodobě či historicky ztrátové. Ve starší malé studii (70 firem) potvrdili Meir Statman a James Sepe [1989], že trh terminací ztrátových projektů odměňuje růstem ceny akcií dané firmy, čímž rozpoznává, že u svých investic mají manažeři tendence papírově ztrátové projekty nerušit, protože trpí averzí vůči realizování konkrétní ztráty a vyhledávají riziko s očekáváním, že situaci zvrátí. Vyhledávání rizika se nemusí týkat jen obchodního rizika. Platí například, že manažeři, jejichž akciové opce jsou v papírových ztrátách (jsou bezcenné), se častěji uchylují k nelegální účetní manipulaci, zejména vlastní-li ve firmě nízký majetkový podíl [Zhang, et al., 2008]. Naopak, drží-li manažeři v opcích ziskovou pozici, stanou se „rizikoaverní“ a volí konzervativnější finanční politiku, kupř. v jejich firmách klesá míra investic [Larrazza-Kintana et al., 2007].

7 Přehnaná sebedůvěra má různé dimenze, které v tomto článku zjednodušeně považujeme za synonyma, protože spolu obvykle silně korelují. Psychologická literatura však odlišuje iluzi kontroly, tendenci lidí systematicky přeceňovat svoje schopnosti při řízení či ovlivňování událostí, nad nimiž mají ve skutečnosti jen omezenou kontrolu. Efekt nadprůměrnosti se týká jednotlivců, kteří se univerzálně domnívají, že mají lepší vlastnosti či schopnosti než jejich referenční skupina. Vychýlená kalibrace je tendence nadměrně důvěřovat svým informacím či schopnostem předpovídat události; jedinci přeceňují přesnost svých předpovědí a podceňují rozptyl daný rizikem či nejistotou [Ben-David et al., 2013].

8 Dalšími částmi prospektové teorie jsou klesající mezní senzitivita k podnětům a vážení pravděpodobností (tento bod diskutujeme pod omezenou pozorností v části 2.3). S aplikací prospektové teorie (nejen) v korporátní praxi se pojí i řada metodických problémů, pro hlubší diskuzi viz např. studie [Holmes et al., 2011].

Z referenčního rozhodování vyplývá i efekt ukotvení. Manipulací toho, s čím rozhodující své alternativy porovnávají, lze dosáhnout odlišného chování – tento efekt má zjevné dopady při jakémkoliv vyjednávání [Kristensen a Gärling, 1997]. Casey Dougal [2015] se svými kolegy demonstroval, že historicky získané úvěrové sazby ovlivňují i aktuální podmínky úvěru, přičemž nejpravděpodobnějším vysvětlením je právě ukotvení obou stran v minule dohodnutých sazbách. Ačkoliv by čistě historické údaje neměly ovlivňovat náklady kapitálu, závislé na očekávaném riziku a cash-flow projektu, studie ukazuje, že firmy, které dokázaly v minulosti získat nízké sazby, obdrží znovu nižší sazby, i když se rozpětí úvěrových úroků posune výše, než srovnatelné firmy, jež získaly úvěr, když sazby byly výše (při srovnatelném úvěrovém ratingu, typu úvěru, atd.). Výsledky studie dále ukazují, že firmy, které si naposledy půjčily, když bylo rozpětí úrokových sazeb nízké, získávají o 20 % výhodnější sazby úvěrů než firmy, které si naposledy půjčily za rozpětí úrokových sazeb, které se následně nezměnilo. Naopak firmy, které si půjčily, když rozpětí bylo vyšší, mají o 5 % horší podmínky. Nikoliv očekávané riziko, ale minulost je podkladem při vyjednávání o nových podmínkách.

Podobnou existenci kotvy prokázal i Malcolm Baker s kolegy [2012] v případě vyjednávání o fúzí a akvizicích. Chování obou stran dohody je disproporčně závislé na historických vrcholech v cenách akcií (52týdenní, 39týdenní ad.). Akcionáři kupující firmy reagují na výkupní cenu blížící se vrcholu s nevolí, jelikož (oprávněně) považují takovou prémii za přeplácení. Naopak pravděpodobnost akceptace od kupované firmy diskontinuálně vzroste, je-li nabídka výkupní ceny vyšší než 52týdenní maximum. Tyto vzorce chování rovněž vysvětlují, proč frekvence fúzí a akvizic koreluje s pohybem burzovních indexů. Při růstu trhů je nákupní prémie vůči nedávnému vrcholu blíže, obě strany proto snadněji dospějí k dohodě. Naopak s poklesem trhů akcionáři kupované firmy nemusí dostatečně upravit svou kotvu (minulý vrchol) a na tak vysoké požadavky kupující strana nemusí být ochotna přistoupit.

2.2 Nadměrná sebedůvěra

Nejzkoumanějším aspektem manažerského rozhodování je optimismus, sebedůvěra či arogance manažerů při hodnocení rentability projektů a při projekcích možných stavů světa. John Graham a jeho kolegové [2013] potvrdili pomocí psychologického testování, že manažeři se vedle těchto znaků vyznačují i větší tolerancí vůči riziku než běžná populace, přičemž i ta trpí přehnanou sebedůvěrou. Mezi manažery však panuje i značná heterogenita, kupř. CFO jsou obecně pesimističtější než CEO. Podobné znaky však přirozeně vyplývají z prostředí, v němž se manažeři pohybují a jež vyžaduje schopnost a ochotu podstupovat podnikatelské či finanční riziko.

Jelikož však rozhodování vrcholných manažerů nepodléhá okamžité zpětné vazbě, neboť firemní a tržní procesy jsou komplexní a individuálně nahlížená historická data vzácně umožňují osobně kvalifikovat příčinu neúspěchu, optimismus a sebedůvěra mohou nabýt extrémní podoby. Úprava rozhodovacích mechanismů může být vychýlena kvůli chybě přisouzení – psychologické vlastnosti chápat stavy světa coby důsledky voleb či charakteristik lidí, nikoliv coby výsledek situačních faktorů. Chyba přisouzení se pak pojí s egocentrickým zkreslením, tedy tendencí přisuzovat úspěchy a pozitiva svým osobním kvalitám a svým rozhodnutím, zatímco prohry, ztráty a negativa vnímat jako důsledky voleb druhých lidí, externích příčin či náhody.

Na úrovni trhu s manažery rovněž dochází k efektu třídění. Sebevědomí manažeři jsou ochotni nést značná rizika, a tak někteří končí úspěšně, zatímco jiní nikoli a následuje propuštění. Šíří-li se pak o úspěšných zaměstnaných manažerech asymetricky vychýlené informace, zrodí se v systému motivace být nadměrně sebevědomý. Jak však shrnují Malcolm Baker a Jeffrey Wurgler [2013] ve svém komplexním přehledu literatury o nadměrné sebedůvěře, je velmi obtížné ji z empirických dat přímo dokázat. Jejich námitku ilustruje zjednodušený model. Předpokládejme, že manažer je optimistický ohledně hodnot firemních aktiv A i svých investic I , snaží se přitom maximalizovat vnímanou hodnotu firmy, tedy v redukované formě:

$$(1 + \gamma)f(A, I) - I, \quad (2)$$

kde f je rostoucí, konkávní přes I ; γ je koeficient optimismu. Zároveň se snaží minimalizovat vnímané náklady kapitálu. Jsou-li trhy efektivní, oceňují firmu pravou fundamentální hodnotou $f - I$, manažer ji však považuje za podhodnocenou o γf . Externí financování je pro něj přeceněné a prodej jakéhokoliv podílu firmy p (emise akcií) by podle něj znamenalo ztrátu $p\gamma f(A, I)$. Manažerova finanční a investiční politika je:

$$\max_{I, p} (1 + \gamma)f(A, I) - I - p\gamma f(A, I). \quad (3)$$

Manažer nadměrně investuje do projektů, a čím méně aktiv má či je ochoten získat, tím intenzivnější problémy musí řešit. Nedostatek kapitálu je analogický nedostatku cash-flow a, jak je uvedeno v příkladu v sekci 2 výše, investiční činnost je proto silně citlivá na cash-flow. Z (3) dále vyplývá, že manažer není ochoten k prodeji aktiv a souslednost nástrojů financování má podobu: interní kapitál – úvěr – externí kapitál, ten přichází až jako poslední možnost. Tyto závěry závisí jistě na řadě neuvedených předpokladů, nicméně funkční forma optimistického manažera je téměř identická se standardní teorií zastoupení.

Nazveme-li γ koeficientem manažerových preferencí pro osobní výhody, získáváme identický vztah, kde c značí náklady na získání kapitálu:

$$\max_{I, p} (1 + \gamma)f(A, I) - I - c(p). \quad (4)$$

Manažeři i investoři nesou náklady zastoupení a predikce o nadměrném investování i citlivosti na cash-flow zůstávají stejné (při dostatku cash-flow investují firmy do nových sídel, dochází k „budování říší“ apod.). Skutečný přínos empirických prací musí tkvít v určení, že γ je pravým měřítkem optimismu a nikoliv měřítkem nákladů zastoupení nebo třeba nadměrných nákladů externího financování kvůli asymetrickým informacím apod.

Nejjednodušším způsobem určení nadměrného optimismu je komparace očekávání začínajících podnikatelů o prosperitě a úspěchu jejich firmy s pozdějšími zkušenostmi, resp. reálnými výsledky. Ačkoli většina podnikatelů očekává v blízké budoucnosti rozvoj svého podnikání a téměř žádný nepredikuje obtíže, po třech letech zůstává optimistická jen třetina z nich, přičemž polovina začínajících firem se třetího roku existence ani nedočká [Landier a Thesmar, 2009].

Itzhak Ben-David et al. [2013] využili desetiletého šetření mezi CFO amerických firem, v němž tito měli predikovat s 80% konfidenčním intervalem výnosnost

indexu S&P 500. Většina CFO byla nadměrně sebevědomá, když se jen v 36 % případech jejich předpovědi naplnily. S chybným odhadem vývoje trhu se pojila i chybovost jejich projekcí o výnosnostech investičních projektů vlastních firem, při nichž též značně podceňovali volatilitu. Nadměrně sebevědomí manažeři více investovali a jejich firmy byly zadluženější, přičemž zintenzivnění finanční páky se chronologicky pojilo s jejich nástupem do funkce.

Většinu oznámení o fúzích následuje ztráta kapitálové hodnoty zainteresovaných společností, jak v krátkém období, v němž ještě mohou existovat asymetrické informace, tak i v dlouhém období – což ukazuje, že většina fúzí firemní hodnoty ničí, plánované synergie jsou přeceňovány a náklady spojení podceňovány [Andrade et al., 2001]. Ulrike Malmendierová a Geoffrey Tate [2008] použili stejnou strategii identifikace nadměrné sebedůvěry manažerů jako ve své dřívější, výše zmiňované, studii [Malmendier a Tate, 2005] při přeceňování výhod akvizicí a fúzí. Opět ukázali, že u nadměrně optimistických manažerů (nedostatečně diverzifikujících vlastní portfolia) existuje větší pravděpodobnost, že spustí fúzi. Efekt je největší u společností s nadbytkem interního kapitálu a u diverzifikujících fúzí (které jsou nejpravděpodobněji neúspěšné). Trh tyto operace posuzuje negativně, když cena akcií zainteresovaných firem klesne ve třech dnech kolem oznámení o 90 bazických bodů, zatímco na oznámení fúze od společností, jejichž manažeři nespádají pod Malmendierové a Tateovu definici nadměrné sebedůvěry, reagují trhy poklesem jen o 12 bazických bodů. Studie rovněž ukázala, že s ukazatelem nadměrné sebedůvěry manažera koreluje i jeho prezentace v hlavních business novinách a časopisech. Nadměrně optimističtí byli v tisku popisováni jako „sebevědomí“, „sebejistí“, „optimističtí“, zatímco ti druzí jako „opatrní“, „konzervativní“ či „klidní“.

Adam Kolasinski a Xu Li dále potvrdili [2013], že nevýhodné akvizice nakupují sebejistí manažeři zejména u firem, které mají špatné organizační řízení. Naopak ve firmách, jejichž dozorčí rady jsou silné, tj. jsou střední a menší velikosti a dominují jim externí odborníci, k neefektivním akvizicím tolik nedochází. Studie dále ukázala, že tendence k nevýhodným akvizicím se u nadměrně sebejistých CEO snižuje poté, co tito zažili ztráty ve svém osobním akciovém portfoliu. Toto zjištění rovněž dokazuje závislost rizikového rozhodování na referenčním srovnávání měnícím se krátkodobě dle prožitých významných událostí. Zda se referenční rámec mění krátkodobě, jen na základě nedávné zkušenosti, či zda dochází k dlouhodobějším změnám rozhodování manažera, není ovšem zcela zřejmé. Amy Dittmarová a Ran Duchin [2014] nověji ukázali, že bankrot, jiné finanční obtíže či značné ekonomické šoky dokáží trvale změnit manažerovy rizikové preference a ten je pak v následné kariéře konzervativnější – redukuje finanční páku, zvyšuje likviditu a snižuje míru investic. Efekty jsou navíc poměrně silné, v mediánovém případě v desítkách procent [více viz Bernile et al., 2014].

2.3 Omezená pozornost

Na závěr v krátkosti ukážeme i heuristické rozhodování na příkladu omezené pozornosti. Přístup k riziku nemusí odpovídat jen osobnostním charakteristikám nebo vůči čemu jsou očekávání porovnávána, ale závisí i na momentální významnosti či akutnosti hrozeb nebo příležitostí a následném vyhodnocení pravděpodobnosti jejich výskytu (emočně či jinak významné hrozby a příležitosti jsou považovány za „pravdě-

podobnější“, jelikož „snáze vytanou na mysl“, odtud heuristika dostupnosti [Tversky, Kahneman, 1974]).

Ilustrativním příkladem je práce Oliviera Dessainta a Adriena Matraye [2014], kteří využili přístup dostupnostní heuristiky při zkoumání toho, zda manažeři reagují změnou držené likvidity na vznik emočně významné, ačkoli informačně nulitní události (ne)ovlivňující riziko likvidity. Za takovou událost si zvolili příchod hurikánů do USA. Četnost těchto bouří je stacionární, což znamená, že vznik a příchod hurikánu nepřináší žádnou novou informaci o pravděpodobnosti následného vzniku dalšího. Dle očekávání však bylo zjištěno, že náhlé zvýšení významnosti likvidního rizika způsobené příchodem hurikánu v blízké geografické lokaci, zvýšilo množství držené likvidity firmami. Po odeznění hrozby opět likvidita poklesla. Velikost efektu je nárůst likvidity o 0,84 procentních bodů celkových aktiv u firem v oblasti příchodu hurikánu, efekt je silnější u firem, které jsou malé či mladé (a tedy řízené méně zkušenými manažery).

Podobně bylo zjištěno, že dojde-li v geografické blízkosti k bankrotu, mění se finanční chování firem – snižují investiční výdaje a dluhy, naopak zvyšují okamžitou likviditu. Při vyloučení, že za tímto chováním stojí hospodářský cyklus, šok v lokální ekonomice, sektoru či že by šlo o přelítí platební neschopnosti v dodavatelském řetězci, je nejpravděpodobnějším vysvětlením takového chování fakt, že blízkost možného bankrotu zvýšila obavy vedoucích pracovníků firem, kteří se pak stali rizikově averzními [Addoum et al., 2014]. Toto vysvětlení podporuje i zjištění, že efekt je silnější, dojde-li při bankrotu zároveň k propuštění CEO. Rovněž platí, že mají-li zbankrotované a okolní firmy personální propojení ve správních radách, je efekt silnější. S geografickou vzdáleností efekt slábne. Všechny tyto výsledky naznačují, že zaměstnává-li pozornost členů vedení firem nedaleký bankrot, jsou náchylnější k přehnaným reakcím a finanční řízení podniku se stává konzervativnějším, i když k tomu podmínky na trhu nedávají důvod. Dalším vysvětlením je omezení externího financování z důvodu asymetrických informací a tedy růstu vnímaného rizika.

Opačným problémem (než nadměrné zaměření pozornosti) může být informační přetížení, při němž nadbytek informací zapříčiní jejich pomalé zpracování manažery. V době, kdy více firem vydává pravidelné, ač překvapivé finanční zprávy, dochází k pomalejší reakci akciového trhu a následná cenová korekce přichází později [Hirshleifer et al., 2009]. K podobně opožděným reakcím dochází při dopadu zveřejnění významných informací o budoucích výnosech na akcie dodavatelů oznamující firmy [Cohen a Frazzini, 2008].

Závěr

Behaviorální korporátní finance vnáší do pochopení, posouzení a hodnocení výkonu firem psychologický realismus. Jde o přístup, který zkoumá, jak finanční rozhodování manažerů probíhá, zatímco při testování svých teorií setrvává u exaktních a dlouhodobých dat finanční analýzy. Má proto potenciál nabídnout i možná řešení při potlačení patologických projevů omezené pozornosti, nestandardních rizikových preferencí manažerů či jejich nadměrného optimismu na finanční zdraví firem.

Mnohé formy korporátního řízení (vyznačující se např. flexibilním systémem odpovědnosti či naopak přísnou subordinací, formalistní rolí dozorčích orgánů, využíváním

hodnocení zdánlivě nezávislých třetích stran, které jsou ve skutečnosti závislé na přízni vedení firmy apod.) se totiž při odstraňování potencionálních chyb v rozhodování manažerů nejeví vždy jako účinné a někteří dokonce tvrdí, že stojí za jejich zintenzivňováním [Paredes, 2004]. Jak chyby v rozhodování managementu omezit, a přitom nepotlačit rozhodnost vedení, ani proces podnikatelského objevování, které je nutně spjato s ochotou experimentovat a podstupovat nepredikovatelnou nejistotu? Nejjednodušším nástrojem může být zvyšování meta-kognice, tj. dosažení rozhodovací kultury či organizačního designu, v nichž jsou manažeři upozorňováni na možné systematické chyby ve svém uvažování (často nevědomé) a motivováni zvážit tyto inklinace při svém rozhodování, aniž by byla potlačena manažerská intuice, vůle rozhodnout a ochota riskovat.

Většina studií ve shodě s touto tezí také uzavírá, že delší zkušenosti zlepšují rozhodování manažerů. Nicméně pouhé poučení či školení podobný efekt nemá [Menkhoff a Nikiforow, 2009]. Operativní premisou je, že pokud by si manažeři nebyli skutečně vědomi svých systematických chyb a s výsledky svého působení by se setkali až se zpožděním (zda vůbec), k odstraňování neúčelných heuristik by nemohlo docházet [Shefrin, 2005].

Druhým opatřením může být „profesionalizace“ dohledových orgánů. Při současném organizačním řízení jsou často orgány, resp. jejich členové dohlížející na manažery na těchto spíše závislí (zejména v případě amerických firem). Profesionalizace dohlížecích orgánů a vlastníků samotných či jejich zástupců by mohla závislost omezit a vytvořit na manažery dostatečný tlak k odstranění nejzjevnějších manažerských chyb. Výběr vrcholných manažerů by měl rovněž reflektovat fakt, že ačkoli dokáží být sebevědomí, charismatičtí jedinci také vytrvalí a schopní lépe motivovat podřízené, mohou na druhou stranu systematicky inklinovat k chybám ohrožujícím samotnou existenci firmy.

S tímto souvisí Paredesův návrh [2004] na vytvoření instituce hlavního „negativisty“ (*naysayer*). Tato instituce by měla za cíl být protiváhou CEO, po nichž by mohla kdykoli požadovat zvážení či dokonce vytvoření plánů a strategií, které by byly v opozici s plánovaným rozhodnutím. Docházelo by tak k účinnějšímu řízení rizika aktivní explikací vad (skrytých předpokladů či inklinací) v původním rozhodnutí. Je zřejmé, že hlavní negativista nepovede jen k správným rozhodnutím, umožní však vyhybat se nejčastějším a nejznámějším pochybením, resp. mýlkám manažerů.

Ač dynamicky rostoucí počtem, aplikované studie z behaviorální korporátní ekonomie jsou stále spíše vzácné, z čehož vyplývá i poměrně incestní citační praxe. Z množství dokumentovaných heuristik a kognitivních chyb je na korporátní úrovni otestováno (publikováno) jen několik, přičemž panuje téměř výlučné zaměření na nadměrnou sebevědomí. Zůstává otázkou, zda další projevy omezené racionality nebyly hledány či se je jen nepodařilo nalézt. Výzvou empirických prací je – jak jsme ukázali v tomto příspěvku – identifikovat vhodný ukazatel osobnostní charakteristiky či psychologického mechanismu volby a způsob, jímž ovlivňuje sub-optimální výkon firmy, při současném vyloučení rozličných aspektů tržní dynamiky a institucionálních či organizačních motivů, které by mohly způsobit stejný výsledek.

Dosavadní studie z drtivé většiny využívají data z USA a od velkých, na burze obchodovaných korporací. Není prozatím zřejmé, nakolik je možné získané výsledky generalizovat a přenášet i na jiné kulturní a právní kontexty a velikosti firem. Zjištěné závěry je nezbytné replikovat i v dalších prostředích.

Literatura

- ADDOUM, J. M., KUMAR, A. et al., 2014. Contagious Negative Sentiment and Corporate Policies: Evidence from Local Bankruptcy Filings [on-line]. [cit. 6. 6. 2015]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2490742
- ANDERSEN, S., HARRISON, G. W. et al, 2008. Eliciting risk and time preferences. *Econometrica*. 76(3), 583–618. ISSN 1468-0262.
- ANDRADE, G., MITCHELL, M. et al., 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*. 15(2), 103–120. ISSN 0895-3309.
- BAKER, M., PAN, X. et al., 2012. The effect of reference point prices on mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 106(1), 49–71. ISSN 0304-405X.
- BAKER, M. a WURGLER, J., 2013. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey. In GEORGE M. CONSTANTINIDES, M. H. a RENE, M. S. (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier, 357–424. ISBN 1574-0102.
- BARBERIS, N. C., 2013. Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*. 27(1), 173–196. ISSN 0895-3309.
- BEN-DAVID, I., GRAHAM, J. R. et al., 2013. Managerial Miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*. 128(4), 1547–1584. ISSN 0033-5533.
- BENMELECH, E. a FRYDMAN, C., 2015. Military CEOs. *Journal of Financial Economics*. 17(1), 43–59. ISSN 0304-405X.
- BERNILE, G., BHAGWAT, V. et al. 2014. What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior [online]. [cit. 5. 5. 2015]. Dostupné z: <https://wpcarey.asu.edu/sites/default/files/uploads/departement-finance/raghurauseminarmarch192015.pdf>
- BERTRAND, M., 2009. CEOs. *Annual Review of Economics*. 1(1), 121–150. ISSN 1941-1391.
- BERTRAND, M. a SCHOAR, A., 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*. 118(4), 1169–1208. ISSN 0033-5533.
- BORDALO, P., GENNAIOLI, N. et al., 2013. Salience and Consumer Choice. *Journal of Political Economy*. 121(5), 803–843. ISSN 0176-2680.
- CAMERER, C. F. a MALMENDIER, U., 2007. Behavioral Economics of Organization. In DIAMOND, P., VARTIAINEN, H. (eds.). *Behavioral Economics and Its Applications*. Princeton: Princeton University Press, 235–290. ISBN 978-0691122847.
- CAMERER, C. F. a WEBER, R., 2013. Experimental organizational economics. In GIBBONS, R., ROBERTS, J. (eds.). *The Handbook of Organizational Economics*. Princeton: Princeton University Press, 213–262. ISBN 0691132798.
- CANNELLA, A. A. a MONROE, M. J., 1997. Contrasting Perspectives on Strategic Leaders: Toward a More Realistic View of Top Managers. *Journal of Management*. 23(3), 213–237. ISSN 0149-2063.
- COHEN, L. a FRAZZINI, A., 2008. Economic Links and Predictable Returns. *The Journal of Finance*. 63(4), 1977–2011. ISSN 1540-6261.
- CRONQVIST, H., MAKHIJA, A. K. et al., 2012. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*. 103(1), 20–40. ISSN 0304-405X.
- CROSON, R. a GNEEZY, U., 2009. Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*. 47(2), 448–474. ISSN 0022-0515.

- DELLAVIGNA, S., 2009. Psychology and Economics: Evidence from the Field. *Journal of Economic Literature*. 47(2), 315–372. ISSN 0022-0515.
- DESSAINT, O. a MATRAY, A., 2014. Do managers overreact to salient risks? Evidence from hurricane strikes [online]. [cit. 5. 5. 2015]. Dostupné z: http://www.cbs.dk/files/cbs.dk/olivierdessaintpaper_1.pdf
- DOUGAL, C., ENGELBERG, J. et al., 2015. Anchoring on credit spreads. *The Journal of Finance*. 70(3), 1039–1080. ISSN 1540-6261.
- FEE, C. E., HADLOCK, C. J. et al., 2013. Managers with and without Style: Evidence Using Exogenous Variation. *Review of Financial Studies*. 26(3), 567–601. ISSN 0893-9454.
- GENNAIOLI, N. a SHLEIFER, A., 2010. What comes to mind. *The Quarterly Journal of Economics*. 125(4), 1399–1433. ISSN 0033-5533.
- GIBBONS, R. a ROBERTS, J., 2013. *The Handbook of Organizational Economics*. Princeton: Princeton University Press. ISBN 0691132798.
- GIGERENZER, G., 2008. Why Heuristics Work. *Perspectives on Psychological Science*. 3(1), 20–29. ISSN 1745-6916.
- GIGERENZER, G. a GAISSMAIER, W., 2011. Heuristic decision making. *Annual Review of Psychology*. 62, 451–482. ISSN 0066-4308.
- GOMPERS, P., ISHII, J. et al., 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*. 118(1), 107–156. ISSN 0033-5533.
- GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R. et al., 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*. 109(1), 103–121. ISSN 0304-405X.
- HARRISON, G. W., LIST, J. A. et al., 2007. Naturally Occurring Preferences and Exogenous Laboratory Experiments: A Case Study of Risk Aversion. *Econometrica*. 75(2), 433–458. ISSN 1468-0262.
- HIRSHLEIFER, D., LIM, S. S. et al., 2009. Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *The Journal of Finance*. 64(5), 2289–2325. ISSN 1540-6261.
- HOLMES, R. M., BROMILEY, P. et al., 2011. Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities. *Journal of Management*. 37(4), 1069–1107. ISSN 0149-2063.
- HOUDEK, P. a KOBLOVSKÝ, P., 2015. Where is My Money? New Findings in Fiscal Psychology. *Society*. 52(2), 155–158. ISSN 0147-2011.
- HOUDEK, P. a KOBLOVSKÝ, P., 2016. Behavioral economics of organization: employees and managers. *E+M Ekonomie a management*. V tisku.
- CHETTY, R., LOONEY, A. et al., 2009. Salience and Taxation: Theory and Evidence. *American Economic Review*. 99(4), 1145–1177. ISSN 0002-8282.
- CHYZ, J. A., 2013. Personally tax aggressive executives and corporate tax sheltering. *Journal of Accounting and Economics*. 56(2–3), 311–328. ISSN 0165-4101.
- JOHNSON, S. A., MOORMAN, T. C. et al., 2009. A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices. *Review of Financial Studies*. 22(11), 4753–4786. ISSN 0893-9454.
- KAHNEMAN, D. a TVERSKY, A., 1979. Prospect Theory – Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*. 47(2), 263–291. ISSN 1468-0262.
- KALLUNKI, J.-P. a PYYKKÖ, E., 2013. Do defaulting CEOs and directors increase the likelihood of financial distress of the firm? *Review of Accounting Studies*. 18(1), 228–260. ISSN 1380-6653.

- KOLASINSKI, A. C. a LI, X., 2013. Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 48(4), 1173–1206. ISSN 0022-1090.
- KÖSZEGI, B. a RABIN, M., 2006. A Model of Reference-dependent Preferences. *The Quarterly Journal of Economics*. 121(4), 1133–1165. ISSN 0033-5533.
- KRISTENSEN, H. a GÄRLING, T., 1997. The Effects of Anchor Points and Reference Points on Negotiation Process and Outcome. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*. 71(1), 85–94. ISSN 0749-5978.
- LANDIER, A. a THESMAR, D., 2009. Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *Review of Financial Studies*. 22(1), 117–150. ISSN 0893-9454.
- LARRAZA-KINTANA, M., WISEMAN, R. M. et al., 2007. Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*. 28(10), 1001–1019. ISSN 1097-0266.
- MALMENDIER, U. a TATE, G., 2005. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*. 60(6), 2661–2700. ISSN 1540-6261.
- MALMENDIER, U. a TATE, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. 89(1), 20–43. ISSN 0304-405X.
- MENKHOFF, L. a NIKIFOROW, M., 2009. Professionals' endorsement of behavioral finance: Does it impact their perception of markets and themselves? *Journal of Economic Behavior & Organization*. 71(2), 318–329. ISSN 0167-2681.
- MIRONOV, M., 2015. Should one hire a corrupt CEO in a corrupt country? *Journal of Financial Economics*. 117(7), 29–42. ISSN 0304-405X.
- NADKARNI, S. a HERRMANN, P., 2010. CEO personality, strategic flexibility, and firm performance: The case of the Indian business process outsourcing industry. *Academy of Management Journal*. 53(5), 1050–1073. ISSN 0001-4273.
- PARADES, T. A., 2004. Too much pay, too much deference: Behavioral corporate finance, CEOs, and corporate governance. *Florida State University Law Review*. 32(2), 673–762. ISSN 0096-3070.
- SHEFRIN, H. M., 2005. *Behavioral Corporate Finance*. McGraw-Hill Education. ISBN 0072848650.
- STATMAN, M. a SEPE, J. F., 1989. Project termination announcements and the market value of the firm. *Financial Management*. 18(4), 74–81. ISSN 0046-3892.
- TVERSKY, A. a KAHNEMAN, D., 1974. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*. 185(4157), 1124–1131. ISSN 0036-8075.
- ZHANG, X., BARTOL, K. M. et al., 2008. CEOs on the edge: Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. *Academy of Management Journal*. 51(2), 241–258. ISSN 0001-4273.